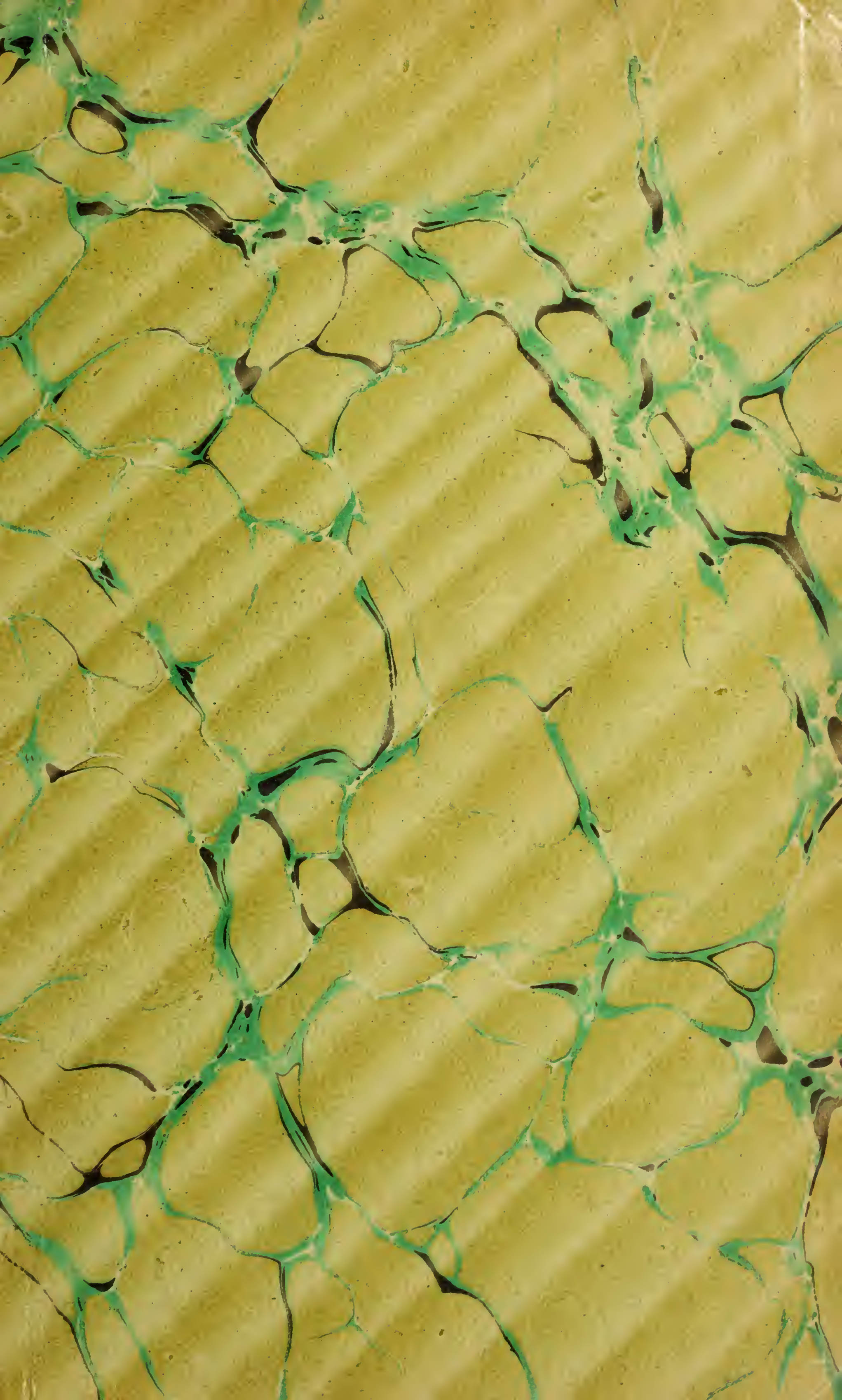


[illegible]

LE

Marché à Terme de Bourse

EN ALLEMAGNE

Titre IV de la loi du 22 Juin 1896

(ÉTUDE JURIDIQUE ET ÉCONOMIQUE)

Jean LESCURE

Docteur ès-sciences politiques et économiques
Docteur ès-sciences juridiques



LIBRAIRIE

DE LA SOCIÉTÉ DU RECUEIL J.-B. SIREY ET DU JOURNAL DU PALAIS

Ancienne Maison L. LAROSE ET FORCEL

22, rue Soufflot, PARIS, 5e Arrond.

J. LAROSE ET L. TENIN, Directeurs

1908

INTRODUCTION

Au début de cette étude sur le marché à terme de bourse en Allemagne (1), nous voudrions préciser la place historique et juridique de ce contrat, sa définition, son rôle économique. Ayant ainsi déterminé les termes du problème nous en aurons par là même préparé et facilité la solution.

Au Moyen-Age et plus tard encore aux XVIe, XVIIe et même XVIIIe siècles, l'échange se réalise le plus souvent sur un marché ou dans une foire. Producteurs et consommateurs, ou marchands débattent entre eux les conditions d'échange : ils traitent des marchandises dont ils peuvent examiner à loisir la qualité, déterminer la quantité et finalement le prix. L'offre est facile à évaluer : elle résulte des produits apportés sur le marché ou abrités sur les baraquements de la foire. Les échanges hebdomadaires, trimestriels ou même seulement annuels portent du reste sur des quantités restreintes.

(1) Cette étude ne fait nullement double emploi avec celle de M. Sayous *Les Bourses allemandes de valeur et de commerce*. Thèse, Paris 1898. Elle la complète plutôt. L'étude de M. Sayous date en effet aujourd'hui de dix ans. Elle ne nous donne donc aucun renseignement ou à peu près sur les résultats de la loi, dont il a montré avec une abondance fort remarquable de documents l'origine et le but. D'un autre côté M. Sayous a étudié l'ensemble de la législation allemande sur les Bourses ; nous n'étudierons ici que la partie relative au marché à terme. Ajoutons du reste que c'est la partie la plus intéressante par son caractère nettement antiterministe.

Restreintes surtout si on les compare à celles sur lesquelles portent les échanges dans nos sociétés modernes. L'offre et la demande de nos jours sont devenus mondiales, problématiques. Ces transformations de l'échange commandaient une transformation parallèle de l'organisme d'échange. L'évolution qui ouvrait au commerce de nouvelles voies, brisait la corporation au XVII[e] et XVIII[e] siècle, marquait aussi le terme de l'ère du marché et de la foire. Elle annonçait l'ère de la Bourse.

La Bourse n'est donc pas de tous points analogue à un marché ou à une foire.

Suivant M. Thaller (1), « entre le marché ou la foire d'une part et la Bourse de l'autre il n'existe point de différences de nature caractérisée... On a bien cherché à distinguer la Bourse des autres marchés publics, mais sans succès. » Sans doute la Bourse ne se distingue du marché ou de la foire ni par la nature des objets, qui y sont achetés et vendus, ni par la quantité des objets achetés ou vendus. Il existait sous l'Ancien Régime des marchés et des foires de capitaux (Pont au Change, foires de Lyon) et de produits (foires de Champagne (2), où l'on opérait sur de grandes et de petites quantités. Mais ce qui distingue la Bourse du marché et de la foire, c'est la nature de certaines des opérations qui y sont conclues; à côté d'opérations au comptant, d'opérations à livrer (3); on constate l'existence d'opérations à terme de bourse.

(1) Thaller. *Traité élementaire du Droit commercial*, 3[e] édit., 1904, p. 423 et 424.

(2) Huvelin. *Essai historique sur le droit des marchés et des foires*, Paris, Rousseau, 1897. Bourquelot. *Etude sur les foires de Champagne*. Mémoires de l'Acad. des Inscriptions, 1865.

(3) Goldschmidt. *Universalgeschichte des Handelsrechts*. Stuttgart. Enke, 1891, p. 314 et la note 62 montrant l'existence pour une époque très ancienne de marchés à livrer (Zeitgeschaeft).

Ces opérations présentent la particularité d'être conclues d'après des *usances*. Cette particularité leur permet de se solder par un simple calcul de différence au lieu d'aboutir à une livraison et à un paiement. Ainsi apparaît à côté de l'ancien commerçant achetant et prenant livraison pour revendre un homme nouveau, l'homme de Bourse: il achète et revend sans prendre livraison. C'est ainsi qu'en 1887, pour citer un exemple entre bien d'autres, on avait traité à terme sur les places de New-York, le Havre, Anvers et Hambourg, 52.795.000 sacs de café. Les livraisons effectives atteignaient 9.185.000 sacs pour toute l'Europe et toute l'Amérique (1). Phénomène singulier au premier abord. Tout s'éclaire cependant si nous définissons et distinguons le marché au comptant (Kassageschaeft), le marché à livrer (Lieferungsegeschaft), et le marché à terme de bourse (Bœrsenterminingeschaeft).

Le marché au comptant est un contrat dans lequel l'objet du contrat est livré, le prix payé immédiatement.

Par *marché à livrer* nous entendons un contrat dans lequel la livraison et le paiement du prix sont différés à une époque déterminée laissée au libre choix des contractants et dont l'objet du contrat peut être minutieusement individualisé par les parties quant à sa quantité et à sa qualité. En un mot toutes les clauses du contrat sont abandonnées à *l'arbitraire* des parties.

Dans le *marché à terme de bourse*, au contraire, les clauses du contrat sont déterminées à l'avance par des usages que l'on appelle pour ce motif « usances » à l'exception d'une seule le prix. Et le marché à terme de bourse peut être défini un contrat dont l'objet, l'échéance, généralement la fin du mois

(1) Van Guelpen *Terminhandel und Bœrse*, Berlin, Walther 1895, p. 39 et 40 cf. aussi l'exemple cité par M. Villey dans ses *Principes d'économie politique* 3e édit. p. 613.

l'exécution sont uniformément déterminés par les usances de bourse et dont le prix est seul abandonné au libre choix des parties.

Le commerce effectif, c'est-à-dire l'achat et la vente, soit de produits, soit de valeurs est réalisé le plus souvent au moyen de marchés à livrer s'il s'agit de produits, de marchés au comptant s'il s'agit de valeurs. Je donne l'ordre à mon correspondant du Brésil de m'expédier tant de sacs de café de telle qualité ou à mon agent de change de m'acheter tant de 3 0/0 français. A l'arrivée du paquebot du Brésil je prendrai livraison du café et j'en paierai le prix. Je paierai de même mon titre de rente 3 0/0. Remarquons que le placement de marchandises s'opère également à l'aide du marché au comptant. Ce sera le cas si au lieu d'acheter à un négociant du Brésil, je charge mon commissionnaire d'acheter comptant, payer et charger une certaine quantité de telle sorte de café. Dans tous les cas la marchandise est transférée de l'acheteur au vendeur, le prix payé.

Il n'en va plus de même avec le marché à terme de bourse, où les parties ont une facilité toute particulière d'éviter de prendre livraison en concluant une contre opération inverse de la première (1): ils ont acheté, ils vendent. Ils ont pu acheter une marchandise dont ils ne pouvaient payer le prix; il leur a suffi pour cela de la revendre. Ils bénéficieront de la différence entre leur prix d'achat et leur prix de revente, s'ils ont revendu plus cher qu'ils n'avaient acheté, ils subiront

(1) Toutefois si cela est possible cela n'est pas certain ; il est des marchés à terme se terminant par livraison et paiement. Mais ils sont l'exception. Et le rôle économique du marché à terme n'est pas en principe de servir au commerce effectif, c'est pourquoi il est légitime de s'attacher à ce criterium pour le distinguer de l'opération à livrer.

un préjudice égal à cette différence, s'ils ont revendu meilleur marché qu'ils n'ont acheté. Cette différence peut être calculée d'une façon très simple. Elle est égale à la différence entre le prix d'achat et le prix de revente; et ce calcul est très aisé; car dans les deux cas, il est conclu un contrat dont toutes les clauses étaient identiques à l'exception du prix. Toutes les contestations et expertises relatives à la qualité de la marchandise, à l'époque et au mode de livraison sont par là même écartées. Cet acheteur vendeur a conclu ce que l'on appelle une opération sur différence. Il a acheté, vendu sans avoir la marchandise ou la valeur, sans payer le prix.

Cette contre opération peut être conclue avec une personne différente; elle peut être conclue entre les mêmes personnes: ce sera le cas si les co-contractants à terme ont laissé arriver l'échéance sans avoir conclu une contre opération avec un tiers et s'ils sont d'accord pour ne pas exécuter effectivement leurs engagements.

A l'échéance ces différences sont calculées par des organisations spéciales, chambre syndicale des Agents de change en France, Associations de Liquidation (Liquidationsverein) en Allemagne. Dans la mesure où elles se neutralisent, ces différences sont *compensées*.

Mais il peut arriver aussi que l'une des parties entende livrer ou prendre livraison, l'autre partie n'a pas conclu de contre opération avant l'échéance et elle n'a pas les marchandises ou les valeurs, elle n'a pas le prix. Elle recourt alors à la combinaison du report si elle est acheteur, à celle du déport si elle est vendeur. Acheteurs ou vendeurs empruntent suivant les cas le prix ou les titres à un tiers. L'acheteur revend à ce tiers les titres dont il a dû prendre livraison et les lui rachète à terme à un prix plus élevé que celui auquel il vient de les lui vendre. Le vendeur paie au tiers le prix des

titres qu'il lui a achetés pour les livrer à son acheteur, et il les lui revend à un prix inférieur, au prix auquel il vient de les lui acheter. L'acheteur reporté espère que les prix hausseront plus encore que le prix stipulé dans son contrat; le vendeur espère que les prix seront plus bas à l'échéance que le prix stipulé dans sa vente à terme. L'acheteur pourra revendre plus cher qu'il n'a acheté, le vendeur pourra acheter pour livrer à un prix inférieur à celui que lui paiera son acheteur.

Il est enfin possible que l'acheteur ait conclu un marché à terme lui donnant le droit de se dédire moyennant le paiement d'une somme déterminée à l'avance, appelée prime. Nous sommes en présence d'un marché à prime.

Marché sur différence, report, déport, marché à prime, sont des espèces dont le marché à terme est le genre. Le marché à terme est l'outil initial que la pratique s'est chargé d'assouplir et d'adapter à ses besoins.

Quels étaient ces besoins?

L'extension des débouchés et l'accroissement des échanges accroissaient parallèlement le risque commercial. Nos sociétés modernes déplacent des quantités énormes de produits soit agricoles, soit industriels, et l'offre et la demande de ces produits sont incertaines, variables, difficiles, parfois impossibles à prévoir (1). Les caprices de saisons, les crises

(1) Récolte du café au Brésil.

Années —	Prévisions (sacs)	Récoltes réelles (sacs)
1895-1896	5.250	6.215
1896-1897	8.000	9.125
1897-1898	7.500	11.287
1898-1899	8.750	9.143
1899-1900	10.000	9.480
1900-1901	8.500	11.285
1901-1902	11.500	16.147
1902-1903	9.500	12.984
1903-1904	12.750	11.100
1904-1905	9.500	10.944
1905-1906	11.500	10.865
1906-1907	13.000	20.190

générales et périodiques de surproduction, les changements de la mode, les vicissitudes de la politique, sont autant de facteurs qui menacent le commerçant dans l'exercice de son rôle d'intermédiaire entre la production et la consommation. D'un autre côté l'avènement de la production en grand a été le signal d'un développement colossal du rôle du capital dans la production. Or, l'offre et la demande des capitaux ne sont pas moins incertaines que celles des produits. Comment prévoir non plus la production, mais les besoins de capitaux d'une industrie, dont les fabriques sont dispersées sur l'ensemble du territoire d'une même nation, souvent même dans le monde entier. Comment prévoir les inventions qui contraignent la production à des efforts d'adaptation presque constants. Comment prévoir la guerre dont les exigences féroces dévoreront les milliards sur lesquels l'industrie aurait pu logiquement compter.

L'aléa est considérable. Un besoin nouveau et une fonction économique nouvelle ont pris naissance : ils consistent à prévoir les oscillations de l'offre et de la demande des produits et des valeurs et à les exprimer dans les cours de la Bourse. L'acte de l'homme de Bourse a été pour cela dénommé *spéculation*. Ils consistent à assumer les risques énormes, inhérents à ces variations de l'offre et de la demande. Montrons comment le marché à terme permet à l'homme de bourse de remplir ce double rôle de détermination des prix et d'assurances des risques et comment aussi il est susceptible de dévier de ce rôle légitime pour dégénérer en un instrument de jeu, d'agiotage et d'accaparement.

Le marché à terme en permettant à l'homme de Bourse d'acheter et de vendre chaque jour sans disposer des marchandises ou des valeurs et sans payer le prix lui permet ainsi de tenir compte des événements multiples susceptibles

d'influencer l'offre et la demande des produits ou des capitaux.

Ainsi nous expliquons-nous que l'homme de Bourse nous apparaisse constamment suspendu au télégraphe ou au téléphone, s'enquérant tout à la fois de la température, de l'état des récoltes, de la situation de l'industrie, de la mode, de la santé de tel ou tel directeur de banque ou ministre, des guerres, des révolutions, des découvertes scientifiques. Tous ces événements sont également susceptibles de modifier l'état de l'offre et de la demande soit des produits, soit des valeurs. La Bourse devient ainsi le meilleur journal, sinon le plus sincère, où sont retracés les moindres événements de l'existence de nos sociétés modernes. Elle est en même temps le premier effort vers une statistique d'ensemble de la production et de la consommation mondiales. Grâce au marché à terme elle traduit dans ses cours quotidiens l'influence de tous ces facteurs sur la valeur des produits ou des titres. Les cours déplaceront mieux les intérêts des producteurs et des consommateurs, les produits, les capitaux ou les valeurs. Sans doute ce déplacement de produits ou de capitaux ne s'effectuera pas le plus souvent au moyen de marché à terme de bourse. Mais il aiguillera le négociant ou le capitaliste dans la voie la plus avantageuse pour lui. Il leur indique dans quelle partie du monde ils peuvent acheter ou vendre aux meilleures conditions et acheter ou vendre en concluant surtout des marchés à livrer ou des marchés au comptant. L'offre a en effet intérêt à vendre le plus cher possible, la demande à acheter le meilleur marché possible. Le marché à terme en permettant à la simple lecture des cours des produits dans les différentes bourses du monde de discerner le pays où ces cours sont les plus élevés, orientera les produits vers le pays du monde où ils sont le plus cher: le produc-

teur réalisera le prix le plus élevé. Mais le produit, en arrivant de tous les coins du monde sur la place, où les cours sont élevés, va amener un accroissement de l'offre sur cette place et les prix auront une tendance à baisser. La consommation s'approvisionnera ainsi non seulement de la façon la plus certaine, et les famines ne seront plus à craindre. Mais elle s'approvisionnera aux meilleures conditions. Ainsi se produira le nivellement des cours dans l'espace.

Le marché à terme de bourse nivelle aussi les cours dans le temps. mais son action est ici plus compliquée. Sans doute le cours à la bourse en indiquant les cours cotés pour les livraisons à effectuer à un terme déterminé incite suivant les cas les détenteurs de capitaux ou de marchandises, les vendeurs de valeurs ou de produits à différer leurs achats ou leurs ventes ou, au contraire, à les réaliser immédiatement. Suivant que la tendance sera à la baisse ou à la hausse l'on aura intérêt à vendre immédiatement ou à différer cette vente. La simple lecture des cours de la Bourse de commerce indique à un détenteur de seigle, avoine, blé, etc., s'il a intérêt à vendre immédiatement ou à conserver ses produits. Il lui suffit de calculer le prix qu'il touchera en vendant au comptant plus les intérêts et le prix qu'il touchera à terme d'après la cote en Bourse. Il en est de même pour les valeurs. Pour prendre un exemple: les marchés fin courant en blé cotaient 22.40 à 1 heure à la Bourse de Paris (1), le 21 décembre

(1) Paris, le 21 décembre Cours du marché de la Bourse de Commerce

	Seigles		Avoines		Blés		Farines	
	1 h.	3 h.	1 h.	3 h.	1 h.	3 h.	1 h.	3 h.
Courant . .	18.75	18.75	17.75	17.65	22.40	22 50	30.40	30 60
Prochain. .	19	19	17.75	17.75	22.65	22.70	30.50	30 75
Janvier-fév.	19	19	18	17.90	22.90	22.90	30.55	30.70
4 premiers.	19.25	19.25	18	18.05	23.25	23.25	30.75	30 80
4 de mars.	19.75	19.75	18.35	18.35	23.60	23.60	31.05	31.10
Tendance. .	cal^me	cal^me	cal^me	cal^me	cal^me	cal^me	cal^me	ferme

1907, et les marchés à échéance en janvier-février 22,90 soit une différence de 0,50 pour une différence d'échéance de un mois. Cela met donc pour 12 mois l'intérêt à 6 fr. pour 22,40 ou environ 24 0/0: le détenteur de blé a donc intérêt à conserver son blé. L'état de l'offre et de la demande permet au négociant en bourse de donner cette indication aux producteurs. Et de la sorte, en même temps qu'il assure une meilleure vente au producteur il déplace l'offre dans le temps et permet à la demande de trouver une contre partie avantageuse, au moment où les besoins de la consommation se seront accrus. Le même raisonnement pourrait être répété pour les valeurs avec cette différence cependant que les échéances sont plus rapprochées qu'à la Bourse de marchandises: on ne traite pas en général à échéance de plus d'un mois.

Mais ce n'est pas seulement ainsi que le marché à terme influe sur le nivellement des prix dans le temps. Car à côté des marchés sur différence, qui permettent de traduire dans les cours du terme les oscillations de l'offre et de la demande, il est d'autres opérations à terme, que nous avons dénommées report et déport. L'opération de report est bien également conclue par un individu qui n'entend ni prendre livraison, ni livrer. Et le report est bien une opération sur différence; mais l'opération sur différence est ici précédée d'une prise de livraison. Et voilà pourquoi il nous a paru indispensable de faire remarquer que les marchés à terme étaient parfois des marchés effectifs.

Le report dont nous avons déjà expliqué le mécanisme permet au reporté de prendre livraison des titres, sans avoir le prix en concluant une nouvelle opération sur différence. Donc lorsque les reportés sont nombreux c'est que les livraisons effectives sont nombreuses: la tendance est à la baisse.

Les stocks flottants de valeurs ou de produits s'accroissent. Mais les reportés croient malgré tout à la hausse, et ils espèrent qu'à l'échéance les valeurs ou les produits auront haussé à nouveau. S'ils sont trompés dans leurs espérances, ils peuvent conclure de nouvelles opérations de report. Et ainsi de proche en proche ils déplacent l'offre des produits ou des valeurs de l'époque où elle est très intense au moment où la demande sera de son côté pressante; ils écouleront alors les stocks flottants dans la consommation à des prix rémunérateurs. Mais on conçoit qu'en ayant ainsi déplacé l'offre de l'époque, où elle était très intense à celle où la demande est à son tour très forte, ils ont égalisé l'offre et la demande, nivelé les cours.

Lorsque les stocks flottants s'accroissent on dit que les titres se déclassent; lorsque ces stocks diminuent, on dit que les titres se classent. Le taux des reports qui résulte du rapport entre l'offre et la demande des reports permet d'apprécier l'importance des stocks flottants par rapport aux capitaux disponibles et disposés à s'employer en reports. Lorsque ce taux s'élève, il indique que la tendance est à la baisse et lorsqu'il décroit on peut en conclure que la tendance est à la hausse. Et pour deux raisons: son élévation indique un accroissement des stocks flottants; la demande de report s'accroît; toutefois cet accroissement de demande pourrait être compensé par une augmentation de l'offre c'est-à-dire par la présence de nombreux capitaux disponibles. S'il n'en est rien c'est que les capitaux disponibles sont rares. Or ce sont les capitaux disponibles qui sont seuls susceptibles d'absorber les stocks flottants. La tendance est donc à la baisse. Les reports sont-ils bon marché, le stock flottant est faible en face des capitaux disponibles: la tendance est à la hausse.

Jusqu'ici nous avons examiné l'hypothèse, où les vendeurs

à terme livrent aux acheteurs à découvert. Il est possible que ce soient les acheteurs qui exigent la livraison des vendeurs à découvert. Ces vendeurs vont être obligés de se procurer les titres ou les marchandises. Ils useront du déport dont nous avons déjà décrit le mécanisme et qui est comme le report, la combinaison d'une opération effective avec une opération sur différence. La situation du vendeur à découvert est cependant plus dangereuse que celle de l'acheteur à découvert, car l'argent est toujours plus facile à se procurer qu'un produit déterminé ou que des titres d'une certaine nature, existant en quantité limitée entre les mains de quelques personnes seulement. Par suite le vendeur à découvert est exposé à ne pouvoir se procurer les marchandises ou les titres, dont il a besoin. Il suffit qu'il ne puisse ni les emprunter au moyen du déport, ni même les acheter au comptant. Les vendeurs vont donc être obligés devant cette situation de conclure une contre opération à tout prix. Et on leur imposera des cours souvent exorbitants. Leur situation est d'autant plus dangereuse que l'acheteur peut exiger la livraison à toute époque, au moins en France.

Comment peut s'analyser le rôle économique du déport? Il est la contre partie d'une hausse exagérée des cours; il permet l'existence d'une spéculation à la baisse. Sans le déport, en effet, les vendeurs à découvert seraient toujours à la merci des acheteurs. Il ne pourrait y avoir de spéculation à la baisse. Sans doute cette spéculation est plus dangereuse que la spéculation à la hausse pour les raisons que nous venons d'indiquer. Mais elle reste possible et c'est là l'essentiel. Toutefois une différence essentielle nous apparaît entre le report et le déport. Le report déplace les marchandises et les valeurs dans le temps. Le déport ne joue aucun rôle semblable. Il eut par suite été peut-être plus exact d'en parler à

propos de la théorie générale de la formation des cours en bourse en montrant comment il était la condition indispensable de l'existence des ventes à découvert. Mais il est d'usage d'opposer report et déport et de traiter simultanément ces deux sortes d'opération. Leurs ressemblances juridiques justifient ce procédé; la différence de leur rôle économique le condamne. Ainsi le marché à terme de bourse indépendamment de toute possession de valeurs ou de marchandises et même de capitaux permet le nivellement des cours dans l'espace et dans le temps: il dirige et parfois déplace l'offre et la demande du pays ou de l'époque, où elles sont en excès vers le pays ou à l'époque, où elles seront insuffisantes. Il nivelle par suite les cours (1).

Il joue un deuxième rôle essentiel, celui d'assurance contre les risques de variation des cours des valeurs ou des marchandises. L'importateur, l'exportateur, l'industriel, s'assureront contre les risques de variations des cours au moyen de marchés à terme. Il existe deux modes essentiels d'assuran-

(1) Ce tableau démontre l'influence régulatrice du marché à terme dans le temps. Pour deux produits soumis à des conditions de productions analogues, les variations de prix sont beaucoup plus considérables là où il n'existe pas de marché à terme.

	Cours des Prunes d'Agen sur le MARCHÉ hebdomadaire de Villeneuve-sur-Lot.				Cours du blé à la BOURSE de Paris.	
	40 à 44*	60 à 64*	70 à 74*	90 à 94*	Courant H, L.	Prochain H. C.
	Fr. par quintal	Fr. par quintal	Fr. par quintal	Fr. par quintal		
6 septembre		46 à 48	42 à 44	33 à 35	23,55	23,75
5 octobre	50 à 52	45 à 46	42 à 44	33 à 35	23,75	23,75
12 octobre	44 à 46	38 à 40	36 à 38	30 à 32	24,10	24,10
19 octobre	40 à 44	35 à 36	34 à 35	28 à 30	24,15	24,35
30 novembre	40 à 42	33 à 34	30 à 32	25 à 26	—	—
14 décembre	38 à 40	32 à 33	29 à 30	25 à 26	22,20	22,15

* Ce chiffre indique le nombre de fruits au demi kilo.

ce: 1o au moyen de marchés à terme effectif; 2o au moyen de marchés à terme sur différence. Au moyen de marchés à terme effectif. Nous savons qu'il en existe en bourse: vendeurs et acheteurs à terme livrent parfois ou prennent livraison.

Je vendrai à terme en bourse, j'achèterai à terme en bourse des produits ou des valeurs. Je suis ainsi assuré contre les variations des cours de ces valeurs ou de ces produits, entre le jour de la conclusion du contrat et l'échéance. Un adjudicataire de marchés de fournitures pour la guerre ou la marine se couvre en Bourse au moyen d'achats en Bourse, échelonnés de mois en mois. Il a ainsi l'avantage, 1o d'être couvert (d'où le nom d'opérations de couverture donné à ce genre d'opérations); 2o de ne pas immobiliser ses capitaux en achats au comptant. Aussi bien pourrait-il sans doute se couvrir au moyen d'opérations à livrer en spécifiant une échéance à sa convenance, une marchandise d'une qualité donnée. Mais on trouve moins facilement des vendeurs à livrer que des vendeurs à terme. Un industriel, un négociant importateur, peuvent de même, avant la fabrication ou dès le chargement d'un navire, vendre leur production, leur chargement en bourse. Voilà un premier mode d'assurance, le plus simple et le plus facile à comprendre.

L'assurance peut encore se réaliser au moyen d'opérations sur différence, et c'est ainsi que l'assurance se réalise le plus souvent. Pour s'assurer contre les fluctuations des cours, un importateur, un industriel, vont procéder de la façon suivante: Primus a acheté 1.000 sacs de café au Brésil. Il veut s'assurer contre les fluctuations des cours du café pendant la traversée. Il vendra même quantité de café à terme: à l'échéance, il concluera une contre-opération: si les prix ont haussé, la différence est à son détriment; mais le café ayant haussé de prix, il gagne sur la vente de sa cargaison

de 1.000 sacs de café. Un industriel procèdera de même. Pour s'assurer contre les fluctuations des cours des matières premières ouvrées dans son usine. Au moment où il commencera sa fabrication, il vendra en bourse même quantité de matières premières que celle qu'il espère avoir manufacturée à l'échéance de son marché à terme. Et à l'échéance il concluera une contre-opération. Il sera créancier d'une différence si les prix ont baissé, débiteur si les prix ont haussé. Mais comme l'écart entre le prix des objets manufacturés et des matières premières est à peu près constant, il récupèrera dans la vente de ses objets manufacturés la perte subie dans sa vente de matières premières. Ou inversement, il perdra dans sa vente d'objets manufacturés, ce qu'il aura gagné dans sa vente de matières premières. Mais dans tous les cas, il sera assuré contre les fluctuations des cours de la matière première. Sans doute, s'il n'avait pas conclu d'opération à terme, il gagnerait davantage dans la vente de ses produits manufacturés, mais il aurait risqué de pâtir de la baisse des prix en cas de baisse. C'est ce risque que le marché à terme permet à l'industriel d'éliminer. Toutefois, cette opération sur différence nous paraît pour l'industriel un moyen d'assurance moins pratique que la vente en bourse de sa production elle-même. Car, à l'échéance, il pourra se trouver dans l'impossibilité de conclure une contre-opération de sa vente à terme de matières premières. Son acheteur, d'autre part, lui demandera peut-être de lui livrer la matière première vendue. Il ne l'a plus; il l'a ouvrée. Il se trouvera dans la situation précaire du vendeur à découvert.

Ce mode d'assurance, n'offre pas, remarquons-le aussitôt, le même inconvénient pour l'importateur. Car, ce dernier est-il dans l'impossibilité de conclure une contre-opération à l'échéance. il a vendu à terme même marchandise que celle

qu'il recevra à l'échéance, et si sa cargaison est arrivée entre temps, comme ce sera le cas le plus fréquent, il n'est plus vendeur à découvert. L'industriel peut du reste lui aussi s'assurer contre les variations des cours de sa matière première, en concluant une opération sur différence. sans s'exposer aux inconvénients précédemment signalés. Mais au lieu de vendre sa matière première à terme, il vendra à terme sa production future et concluera à l'échéance une contre-opération. A l'échéance, il sera créancier ou débiteur d'une différence suivant les cas; mais s'il perd sur sa vente à terme, il gagne sur la vente effective de ses produits. S'il gagne sur sa vente à terme, il perd il est vrai sur la vente de ses produits. Mais il n'a couru aucun risque.

Toutefois si le marché à terme joue un rôle d'assurance des risques, il ne supprime pas ces risques. Ces risques sont en effet la conséquence de l'organisation de la production, de la consommation, de la répartition, de la solidarité des phénomènes économiques avec les autres phénomènes sociaux. En quoi, dès lors, le marché à terme, joue-t-il un rôle important et utile par rapport à ces risques. Car au point de vue social, il importe peu que ce soit A ou B importateurs ou industriels, qui courent le risque de variations de valeurs de leurs importations ou de leurs produits, ou au contraire C et D négociants à la Bourse. En réalité, cette division du travail a son utilité: d'abord l'homme de bourse court moins de risques que le négociant importateur ou l'industriel: car par sa situation et par sa profession, il est à même de connaître le mieux possible l'état de l'offre et de la demande mondiales. Nous avons vu même que c'était là sa première fonction. Mais si par là même, il diminue ses risques, il est cependant des risques, dont on ne saurait prévoir même l'atténuation, et pour ne citer que ceux-là, les ris-

ques agricoles. Comment le marché à terme sert-il ici au négociant? En permettant à un négociant de conclure beaucoup d'achats et beaucoup de ventes, il lui permet de tenter le hasard très souvent; tentant le hasard très souvent, il égalise ses chances de gain et de perte. Et cette possibilité nous apparaît comme la vraie raison d'être du marché à terme au point de vue des risques. Mais alors, dira-t-on, la spéculation de l'homme de Bourse confine au jeu? Assurément, et si l'opération à terme, dans la mesure où elle est un acte de prévision, ne saurait être qualifiée opération de jeu, elle le devrait dans la mesure où elle cesse d'avoir ce caractère. Et elle cesse d'avoir ce caractère, dans tous les cas d'impossibilité de cette prévision; et ils abondent: comment connaître en juin la température de juillet et non seulement la température de juillet en France, mais en Allemagne, en Angleterre et même en Amérique ou au Japon. Comment prévoir le dénouement d'une tension monétaire, la durée d'un ministère, la mort d'un homme d'Etat, l'issue de négociations diplomatiques. La Bourse a donc été amenée par le milieu économique lui-même, à forger un instrument également apte à servir à la spéculation et à favoriser le jeu. Et voici comment le marché à terme dégénère trop souvent en un instrument de jeu et de jeu pur et simple.

Jusqu'ici, en effet, nous avons envisagé la Bourse et le marché à terme dans leur rôle légitime. Il nous reste à montrer comment cette fonction est susceptible de déviations graves. Nous en distinguerons 3 sortes principales: le jeu, l'agiotage, l'accaparement, dont nous allons essayer de donner une définition précise. Rien n'importe comme les définitions surtout en matière juridique. Pour le jeu de Bourse, nous proposerons la définition suivante: il consiste dans la conclusion par des personnes autres que les professionnels

d'opérations à terme de Bourse. L'opposition est classique entre le jeu de bourse et la spéculation de bourse (1). Sans doute leur cadre juridique est le même: le marché sur différence. Mais tandis que le joueur achète et vend du même geste qu'il ponte sur la rouge ou la noire, le spéculateur achète ou vend d'après ses prévisions de l'allure du marché, des capitaux ou des produits.

C'est un mal dont on ne saurait exagérer l'étendue et la gravité. Un économiste aussi modéré que M. Anatole Leroy-Beaulieu nous le décrit dans les termes suivants:

« Si le commerce déroge, il n'en est pas de même de la » spéculation sur les denrées commerciales. En certains cer- » cles, c'est presque une élégance; aussi avons-nous vu des » hommes du monde — et du meilleur — chercher à intro- » duire à la Bourse du Commerce. Ils avaient appris que » les blés, les cafés, les huiles, les sucres offraient, grâce » aux variations des cours, plus de facilité de jeu, partant » plus d'occasion de grain rapide, que les rentes ou les che- » mins de fer... C'est ainsi qu'on voit des hommes étrangers » aux affaires, des sportsmen, uniquement occupés de leurs » chevaux et de leurs maîtresses, s'engager sur les blés ou » sur le café, comme ils parient sur un jockey, ou comme » ils mettent cinq louis sur une carte. En tant que proprié- » taires fermiers ils dénoncent volontiers aux sociétés agri- » coles la spéculation cosmopolite, « dont les agissements pè- » sent sur les produits nationaux »; mais qu'ils aperçoivent » une chance d'encaisser quelques centaines de louis, ils ne » se font pas scrupule, à leur tour, de spéculer sur les cé- » réales ou sur les sucres. Naïveté ou cynisme, certains vont

(1) Cparer-Janet. Le Capital... op. cit. à la Bibliographie. C'est la formule à laquelle l'enquête allemande sur la Bourse est parvenue. cf. aussi. Thaller op. cit.

» jusqu'à vouloir jouer à coup sûr comme des grecs de tripot.
» Des clubmen se font des familiers des courtiers de grande
» marque, cherchant à force de cajoleries, sinon à se faire
» associer à leurs opérations du moins à leur arracher un
» avis, une indication, un « tuyau ». (1)

Et il continue... « Le surgissement soudain de fortunes suspectes apprend au peuple le mépris des riches avec la convoitise des richesses ; il lui enseigne à douter de la fortune et de la propriété ; il lui fait croire que la richesse, au lieu d'être l'enfant légitime du travail et de l'intelligence n'est que la fille naturelle et comme le bâtard de la fraude et du hasard. »

On ne saurait mieux dire. Il importe cependant de distinguer l'agiotage du jeu. Le critérium qui permet de distinguer le jeu, c'est la personne qui conclut l'opération à terme. Il n'en est plus de même avec l'agiotage, ou même l'accaparement, qui n'est, en réalité, qu'un agiotage aggravé. L'agiotage consiste, à notre avis, à influencer les cours artificiellement. Il est divers comme les causes mêmes susceptibles de modifier l'offre et la demande, variable comme les renseignements postaux télégraphiques ou téléphoniques destinés à permettre à la Bourse de mesurer cette offre et cette demande. L'achat et la vente à découvert de produits, en vue d'amener une hausse ou une baisse des cours, c'est de l'agiotage. Répandre en Bourse une fausse nouvelle économique ou politique dans le même but, c'est encore l'agiotage. S'efforcer d'amener une hausse des prix, ou d'imprimer à la cote des oscillations artificielles au moyen d'un monopole, c'est encore de

(1) cf. A. Leroy-Beaulieu. *Le règne de l'Argent. La psychologie de la Bourse, le jeu et l'agiotage. Revue des Deux-Mondes.* 15 septembre 1897, p. 838-840. Il est vraiment surprenant qu'après une description aussi saisissante de ce mal qu'est le jeu de bourse, M. A. Leroy-Beaulieu ne propose comme remède qu'un remède moral. cf. *La spéculation et l'agiotage.* Revue des Deux-Mondes 1898, p. 365, s.

l'agiotage, mais cet agiotage prend alors le nom d'accaparement. Ces manœuvres sont trop fréquentes et trop connues pour que nous songions à insister (1).

De tous ces développements, il résulte qu'une même forme juridique, le marché à terme est susceptible de servir à une double fin : 1° une fin économiquement justifiée et même nécessaire : il organise le contact entre l'offre et la demande en fixant les prix et en assumant ou atténuant les risques d'oscillation des cours ; 2° une fin condamnable économiquement et moralement : il favorise le jeu, l'agiotage, l'accaparement. Nous voyons par suite à quelle difficulté se heurte le législateur moderne.

Sans interdire un acte juridique dont personne ne conteste le rôle économique primordial, trouver un critérium susceptible de séparer sa fonction normale de sa fonction anormale. Deux voies s'ouvraient à lui : discerner certaines formes de marché à terme plus particulièrement susceptibles de servir au jeu, à l'agiotage, à l'accaparement, ou au contraire discerner les joueurs, agioteurs, accapareurs des négociants sérieux. Poser le problème c'est en montrer déjà toute la complexité et dès l'abord montrer l'impossibilité d'une solution radicalement efficace : toutes les opérations de Bourse sont capables de servir à une double fin ; l'opération sur différence sert d'assurance, elle permet à la bourse de tenir compte d'offres et de demandes futures. C'est là son rôle normal. Mais elle permet aussi de provoquer des hausses et des baisses artificielles de cours, elle favorise le jeu.

Interdirons-nous donc telles ou telles de ces opérations Et sinon essayerons-nous d'établir une ligne de démarcation entre joueurs, agioteurs, accapareurs et les négociants de

(1) cf. Janet. *Le Capital, la Spéculation et la Finance* au XIXe s.-Thaller, op. cit. p. 487.

bourse sérieux, uniquement préoccupés de fixer les prix d'après les rapports de l'offre et de la demande. Poser la question c'est la résoudre. Et cependant le législateur peut-il rester impassible en face du jeu de bourse, de l'agiotage, de l'accaparement. Au début de cette étude sur la réglementation du marché à terme de bourse en Allemagne nous tiendrions à donner notre sentiment sur cette question d'intervention de l'Etat en matière de marché à terme de bourse, et préciser ses formes et sa place dans un système moralisateur de la bourse. Le législateur, doit-il s'attacher à un critérium objectif ou à un critérium subjectif, à la nature du contrat où à la qualité du contractant? Sans parler des lois pénales contre l'agiotage et l'accaparement, bornons-nous à l'examen de la question de droit commercial telle que nous l'avons posée. A notre avis l'intervention du législateur doit être objective et subjective. Le marché à prime peut sans inconvénient être interdit, car son utilité restreinte ne neutralise pas son danger qui est énorme. Limitant le risque, il encourage le jeu (1). Vanté auprès de la clientèle par des hommes peu scrupuleux, il gagne de proche en proche les classes de la société les moins qualifiées pour conclure de semblables opérations (2).

Mais c'est assurément à notre avis en limitant le nombre des personnes admises à opérer à terme que le législateur réussira le mieux à endiguer le jeu de bourse. Nous en référant à notre définition du jeu, que nous opposions à la spéculation, nous réclamerions donc qu'une loi sur la bourse circonscrive les personnes, dont la profession les appelle à

(1) *Le marché à prime* a été généralement condamné devant la Commission allemande d'enquête sur la Bourse. *Bericht der Bœrsen-Enquête-Kommission.* p. 91.

(2) En ce sens Cauwès. *Cours d'économie politique*, 3e édit., t. II, p. 366.

conclure des marchés à terme. Les autres personnes en seraient incapables. Sans doute réserver ainsi le marché à terme aux professionnels, présente un grave danger. Restreindre le marché n'est-ce pas préparer un terrain particulièrement favorable à l'agiotage et surtout à l'accaparement. Nous ne le pensons pas. Et en tous cas la loi pénale contre agioteurs et accapareurs ne saurait trouver d'application plus légitime.

Interdire le marché à prime, délimiter le cercle des personnes capables d'opérer valablement à terme, telles sont les deux mesures auxquelles nous bornons l'intervention de l'Etat en ces matières. Et encore ne nous exagérons-nous pas leur efficacité. L'intervention de l'Etat en cette matière comme en bien d'autres exige d'être renforcée par l'initiative privée. Le problème de la Bourse comme tout problème économique est autre chose et plus qu'un problème d'intervention de l'Etat.

Dans cet ordre d'idées une bourse consciente de ses devoirs et de son rôle social eut même rendu inutile toute intervention législative. Mais Bourse et Devoir sont deux mots qui jurent d'être accouplés. Et ne peut-on dire au reste de toute législation ce que nous disons de la législation sur la bourse: sans criminels points de Code pénal! L'initiative privée a cependant tenté d'assainir par diverses mesures la spéculation: pour écarter les petits joueurs on limite à un minimum les quantités traitées à terme. Pour restreindre l'agiotage on organise des caisses de liquidation; ces caisses de liquidation permettent de se rendre compte du montant des engagements d'un même spéculateur. Elles exigent en outre des couvertures destinées à garantir le paiement des différences. La bourse de commerce de Paris n'admet au terme que des commerçants. Toutes ces mesures contribuent évidemment avec succès à épurer la spéculation de bourse.

Sans insister sur tous ces points qui rentrent mal dans le cadre d'une introduction à une étude sur la législation de bourse, abordons immédiatement une question beaucoup plus topique: l'efficacité d'une législation de Bourse.

L'intervention de l'Etat en ces matières se heurte à un premier obstacle: l'action du législateur se borne à refuser sa sanction à certaines opérations à terme, à dénier à certaines personnes le droit d'opérer à terme. Le jeu pur et simple survit à l'absence de sanction légale des dettes de jeu. N'en sera-t-il pas de même du jeu de bourse. La bonne foi, la parole donnée sont souvent une sanction aussi efficace que le tribunal et l'huissier. L'existence d'un large marché à terme est concevable en dehors de toute sanction légale. La Prusse, par les ordonnances des 19 janvier 1836, 13 mai 1840 et surtout 24 mai 1844 avait interdit le marché à terme sur certaines valeurs, notamment sur les fonds espagnols, les valeurs étrangères et les promesses d'action. La spéculation, d'abord prise au dépourvu, ne tarda pas à se ressaisir: elle réussit à s'accomoder d'une législation qui ne reculait pas devant les peines correctionnelles pour assurer le respect de ses dispositions. Une ordonnance de 1860 abolit celles de 1836, 1840 et 1844. L'exposé des motifs après avoir constaté que la Bourse de Berlin avait survécu à ces dernières ordonnances ajoutait... « La raison en est justement dans le fait qu'en matière commerciale la sanction d'un tribunal peut être remplacée par le sentiment de l'honneur commercial et que cet honneur ignore les distinctions faites par la loi entre opération nulle et opération valable aussi longtemps que ces distinctions ne correspondent pas à l'état de la conscience juridique (1) ».

Non seulement le défaut de sanction légale ne supprime

(1) cf. Ehrenberg. *Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung.* Berlin, Springer, 1883, p. 59, s., 71. s., 129-132.

pas nécessairement le marché à terme, mais le jeu de bourse, l'agiotage sont susceptibles de revêtir d'autres formes que celle du terme. A l'aide de combinaisons d'opération au comptant, à l'aide d'avances sur titres, la bourse réussit à ressuciter l'opération de jeu sur variation des cours. Notre étude sur le marché à terme en Allemagne sera une illustration manifeste de cette idée. Le terme a été interdit à New-York et cependant, qui oserait prétendre que le jeu, l'agiotage y ont disparu (1).

Le problème de l'intervention de l'Etat en matière de bourse enfin est international comme tant d'autres problèmes économiques. Un pays essaie-t-il de modérer la spéculation, l'extrême mobilité du capital lui permet d'émigrer à l'étranger. Une législation sur la bourse, pour être vraiment efficace, devrait être internationale.

Nous conclurons de ces trois remarques: 1° que l'intervention de l'état est bornée dans son efficacité; 2° que pour avoir pleine efficacité elle devrait donner de l'opération de bourse illégitime, une définition économique indépendante du moule juridique de cette opération; 3° cette législation devrait être internationale.

Au reste le problème de la bourse tel que nous l'avons posé n'est pas tellement un problème d'intervention de l'Etat qu'un problème d'organisation énonomique. Au cours de ces généralités sur la bourse, nous n'avons cessé de mettre en évidence son rôle d'intermédiaire et de voir dans les cours l'expression du rapport existant entre l'offre et la demande. Mais nous avons également toujours mis au premier plan une deuxième idée: cette offre et cette demande sont très variables, difficiles à prévoir, dans une certaine mesure impossibles. La

(1) cf. Crosby-Emery. *Speculation on the Stock and produce Exchanges.* New-York, 1896, p. 74, s.

spéculation nous apparaît comme la réaction de l'homme contre cette inconnue. Obéissant à une loi de sa nature l'homme tente d'organiser ce qui est inorganisé. Nous voudrions montrer en terminant comment ce rôle tend à être assumé, par des organismes nouveaux et comment il est permis dès aujourd'hui d'apercevoir un affaiblissement de la bourse en face de la progression croissante des phénomènes bien connus de concentration. Qu'il s'agisse des produits, qu'il s'agisse des capitaux, ces phénomènes de concentration ont une tendance à diminuer l'incertain économique, l'aléa, le risque. La bourse perd son rôle d'intermédiaire entre une offre et une demande fragmentaires et incertaines au profit d'organismes puissants régulateurs de l'offre et de la demande: cartels, trusts, comptoirs pour les produits; grandes banques pour les capitaux et les valeurs. Et dès lors la question de l'intervention de l'Etat se déplace. Elle devient une question d'intervention en matière de monopoles régulateurs du commerce, de l'industrie et de la banque. Sur ce terrain il n'est pas interdit d'espérer une réconciliation de l'école libérale et de l'école interventionniste.

Montrons comment la fixation et l'égalisation des prix, l'assurance des risques sont organisés dans ce nouveau système.

Au contact de l'offre et de la demande dans une bourse, il substitue la centralisation de cette offre et de cette demande dans le bureau d'un trust ou d'un cartel. Le trust, le cartel fixent les prix, règlent la production d'après la demande des produits. Un cartel puissant, centralisant la production de la majeure partie d'une industrie donnée nous apparaît donc comme un régulateur mieux informé et plus efficace, que le cours d'une bourse. Les cours à la Bourse viennent-ils à fléchir, les producteurs ne se décident pas à réduire immé-

diatement leur production. Ils essaient parfois de compenser la diminution de leurs profits résultant de la baisse des cours au moyen d'un accroissement de leur production et de leur vente. Il n'en est pas de même avec le cartel, grâce à son action régulatrice. Dans l'agriculture, où il est encore à l'état embryonnaire, son action régulatrice serait autrement importante et salutaire. C'est l'aléa des récoltes lui-même que le cartel permet de vaincre. Dans la mesure où un produit est susceptible de conservation, et avec les progrès de la chimie, il n'en est guère qui ne le soient ou puissent le devenir, le cartel constituerait de fortes réserves en cas de récoltes surabondantes en prévision des récoltes déficitaires. A la différence du terme qui ne fait sentir son influence compensatrice que pour deux années consécutives, le cartel est capable ~~d'après~~ d'exercer cette influence sur de longs intervalles de trois ou quatre années (1). Le cartel nous paraît donc supérieur au marché à terme, comme instrument régulateur de la production et de la consommation, comme moyen éga-

(1) Signalons une récente application de cette idée à un produit très important, le café. Le cartel n'est pas ici l'œuvre des producteurs eux-mêmes, mais des Etats producteurs de café du Brésil. Les trois Etats producteurs de café Sao-Paulo, Minas-Geraes et Rio-de-Janeiro ont conclu un accord au terme duquel ils s'engagent à réaliser des opérations de crédit nécessaires pour acheter les quantités de café produites en excès par la récolte exceptionnellement abondante de 1906-1907. Ces Etats visent par ces accords à rétablir l'équilibre entre l'offre et la demande. La valorisation repose sur le principe suivant : la production annuelle moyenne équilibre la consommation. La croissance du nombre de caféiers et de la production est compensée par un accroissement parallèle de la consommation. Mais il existe une différence énorme entre la production moyenne annuelle et la production réelle. Le tableau de la page 12 prouve que ces récoltes sont très variables. La valorisation consiste à acheter les excédents des bonnes récoltes et à les conserver en prévision des déficits des mauvaises années. Les faits semblent justifier cette tentative de régularisation de l'offre : la récolte actuelle est fortement déficitaire. Les Etats valorisateurs vont pouvoir écouler une partie des stocks de la précédente récolte. *Journal des Débats*, 18 décembre 1907.

lisateur des prix. Dans la détermination des prix, sa supériorité est plus contestable et la question ne souffre pas de solution absolue: l'expérience des monopoles régulateurs est encore trop récente pour qu'une conclusion définitive soit possible. Des abus sont à craindre, et ces abus sont du même ordre que l'accaparement de bourse. Mais l'accaparement sous forme de trust et de cartel est autrement facile à saisir que l'accaparement de bourse. Le trust, le cartel opèrent au grand jour, l'accaparement de bourse opère dans l'ombre. Plus facile à saisir, il est plus facile, nous ne disons pas pour cela facile à réprimer. Au surplus si le cartel, le trust sont susceptibles de fausser les prix de la même manière que l'accaparement de bourse, ils rendent impossibles l'agiotage sur les produits. Car ils suppriment le terme: les marchés à terme n'existent plus sur le pétrole depuis la formation du trust du pétrole. Point de doute que le marché des warrants de fonte en Angleterre ne s'évanouisse devant la constitution d'un cartel des hauts-fourneaux. Les prix sont fixés pour de longs intervalles: aucun agiotage ne saurait leur imprimer la moindre variation. Du reste cette concentration de l'industrie la rend plus stable, et la stabilité économique est assurément le vrai remède à la spéculation.

Le rôle de la spéculation de bourse est réduit par le cartel non seulement sur les marchandises, mais encore sur les valeurs. Sur les marchandises, il la supprime; sur les valeurs, il la rend inutile ou à peu près. La stabilité de l'industrie se communique en effet aux valeurs industrielles. L'aléa, le risque se restreignent, et avec eux le rôle de la spéculation. D'autre part un phénomène analogue à celui que nous constations dans l'industrie tend à déposséder la bourse de son rôle régulateur du cours des valeurs mobilières. C'est la grande banque qui tend ici à supplanter, l'hom-

me de bourse. Les grandes banques centralisent journellement les ordres que leur transmet leur réseau serré de succursales. Elles compensent ces ordres dans la mesure du possible et ne transmettent à la bourse que les ordres nécessaires pour la cote d'un cours (1). Qui ne voit l'influence décisive qu'elles possèdent sur cette cote. Au surplus dans la plupart des pays, elles possèdent des stocks de titres, et en temps de crise elles sont intéressées à soutenir les cours avec infiniment plus d'énergie et d'efficacité que le marché à terme.

Tels nous apparaissent le rôle économique, les abus, les remèdes législatifs à ces abus, l'avenir du marché à terme de bourse. C'est en nous inspirant de ces idées que nous allons traiter de sa réglementation en Allemagne par le titre IV de la loi du 22 juin 1896. Le soin minutieux avec lequel cette loi a été préparée, l'enquête monumentale qui l'a précédée, les formules auxquelles elle a abouti nous ont paru mériter l'attention. Ces formules ont acquis force de loi; leur application nous offre une expérience précieuse dont les leçons ne doivent pas être perdues pour notre pays. Les résultats de cette loi sont de deux ordres; juridiques et économiques. La loi a donné lieu à des difficultés juridiques nombreuses, car les bourses allemandes ont essayé d'échapper à ses prescriptions en revêtant leurs spéculations d'autres formes juridiques que le marché à terme de Bourse. Et les effets économiques de la loi s'en sont ressentis. Notre étude se divisera donc tout naturellement en deux parties: une partie juridique, une partie économique.

(1) Cela nous a été affirmé par plusieurs directeurs de banques et banquiers en Allemagne. Le rapport de la Maklerbank de Hambourg pour 1906, est très net en ce sens, « une grande partie de tous les ordres d'achat et de vente ne s'exécute plus à la Bourse ; cela est incontestable ; mais on *procède à des compensations dans les banques elles-mêmes* ». Dans ce sens le remarquable article de M. Schumacher. *Die Ursachen und Wirkungen der Konzentration imdeutschen Bankwesen. Revue de Schmoller.* 1906, Heft, 3., p. 36, s. (918, s.)·

La partie juridique nous amènera à préciser l'une des interventions les plus hardies en matière de marché à terme de bourse. Elle comporte en outre l'examen de questions d'interprétation très délicates à côté de questions théoriques soulevées par l'entrée en vigueur en 1900 des nouveaux codes impériaux allemands. La partie économique constituera l'épreuve expérimentale des principes exposés dans notre introduction: le rôle de la bourse tend à s'affaiblir. Une certaine diminution de la spéculation à terme n'est nullement incompatible avec un bon fonctionnement de l'organisme économique. Ainsi s'affirmera la solidarité du droit, de la morale et de l'économie politique.

Il nous reste en terminant à nous excuser de nous être attaqué à une question de droit allemand. Nous l'avons traitée avec l'impartialité que donne la neutralité, nous l'avons traitée avec la méthode et l'esprit de notre pays. Notre vœu le plus cher serait que cette étude fût capable de profiter non seulement à nos lecteurs français, mais aussi à nos voisins d'Outre-Rhin. Nous aimons à leur témoigner ainsi notre reconnaissance de l'accueil cordial et aimable que nous avons trouvé auprès d'eux (1).

(1) Cette introduction a été écrite à l'aide de la bibliographie suivante, que nous avons préféré donner à la fin de cette introduction qu'insérer dans le texte.

(a) Cauwès. *Cours d'économie politique*, 3e édit. 1 vol. Paris, Larose. 1893, t. II. 362-373. Gide. *Principes d'économie politique*, 10e édit. p. 213 s., Villey. *Principes d'économie politique*, Paris. Guillaumin 3e édit. 1905, p. 611 s., Colson. *Cours d'économie politique*. 3 vol. 1903 t. II. p. 178. s., Paul Leroy-Beaulieu. *Traité d'économie politique*, 4 vol. 1900 t. IV. p. 60-61. Claudio Janet *Le capital, la spéculation et la finance* au XIXe s. Paris, Plon. 1892, p. 211 s., 262, s., 365, s., Kohn *Der Getreidehandel*. Leipsig, Duncker et Humblot, 1891, p. 9-26, 70-100, 103-160. Wiener. *Die Bœrse. Eine Studie ueber die Entwickelung des Rechts und der Verfassung der deutschen, insbesondere der Berliner Bœrse*, Berlin, Norddeutsche Buchdruckerei, 1905, Bachmann. *Die Effektenspekulation unter besonderer Beruecksichtigung der Ergebnisse der*

deutschen Bœrsen-Enquête, Bern. Staempfli, 1898, Pfleger et Geschwindt. *Bœrsenreform in Deutschland. Eine Darstellung der Ergebnisse der deutschen Bœrsen-Enquête,* 3 vol. Stuttgart, Cotta 1896, t. I. *Allegemeiner Teil.* t. II, *Die Produktenbœrse*, t. III, *Die Effektenbœrse*. Vimard. *La situation économique et l'avenir de l'industrie cotonnière en France.* Thèse, Paris. 1905. Bessière. *Les marchés à terme sur marchandises,* Thèse, Montpellier, 1905, p. 5ˇ-95. Kenler. *Les Bourses de commerce et l'agriculture*, Thèse, Paris, 1903, p. 67-117. Austry. *Les marchés à terme de bourse sur marchandises*, Paris, Thèse, 1905, p. 87-94. Huber. *Die Klagbarkeit der Bœrsentermin-und Differenzgeschaefte,* Thèse, Zurich. 1904.

b) Articles de Revues : O. Senn. *Marché à terme du coton en France*, *Rev. Pol. et Parl.,* 1901, t. 29, p. 8 s., Paisant. *La réglementation du marché à terme sur les céréales*, *Rev. d'économie politique*, 1898, p. 108, s., Ch. William, Smith. *La spéculation internationale sur les marchandises et les fonds publics. Rev. d'Economie Politique*, p. 141-156, 399-436, 620-658. Horowitz. *Begriff des bœrsenmaessigen Getreideterminggeschaefts. Rev. de Conrad*, 1902, t. 78, p. 610-614. Schullern-Schrattenhoffen. *Ergebnisse der ueber den bœrsenmaessigen Terminhandel in landwirtschaftlichen Produkten in Œsterreich abgehaltenen Enquête* (1900) *Revue de Conrad,* 1901, t. 76, p. 289-351. Wiedenfeld. *Wesen und Wert der Zentralproducktenbœrsen. Rev. de Schmoller*, 1903, t. 27, p. 162-172 (511-520). Wermert. *Ueber den volkswirtschaftlichen und rechtichen Begriff der Bœrse. Revue de Schaeffle*, 1902, t. 58, p. 193-289.

c) Articles de Dictionnaires : Vidal, *Marché à terme*, dans *Dict. d'Y. Guyot, et Raffalovich.* V° *Time bargains* dans *Dict. de Palgrave*, Eschenbach, V° *Zeitgeschaefte*, Struck, V^is *Bœrse. Bœrsengeschaefte*, *Bœrsenspiel*, dans *Dict. de Conrad*.

I. — PARTIE JURIDIQUE

CHAPITRE PREMIER

Travaux préparatoires et vote de la loi

Les différentes crises dont l'Allemagne eut à souffrir, et qui se traduisirent par des krachs de Bourse retentissants, ont servi de point de départ au mouvement d'opinion, qui devait aboutir à la loi du 22 juin 1896. C'est la progression de ce mouvement d'opinion dans le public, au sein du Gouvernement et du Parlement que nous voudrions retracer au début de cette étude sur le marché à terme de Bourse en Allemagne.

L'impôt sur les opérations de Bourse établi par la loi de 1885 avait dans la pensée de ses promoteurs, les agrariens, un certain caractère d'hostilité au marché à terme. Dans la discussion au Reichstag, il perdit ce caractère pour conserver un caractère purement fiscal (1). Ce n'est que dans la session 1887-1888 qu'apparaît la première initiative parlementaire accusée, visant à intervenir contre les abus du terme. Elle se manifeste sous la forme d'une pétition demandant au Reichstag de faire cesser par une loi les abus du marché à terme, et plus particulièrement du marché à terme sur céréales. La Commission des pétitions décida de transmettre à l'examen du Chancelier la pétition : il aurait à décider si les

(1) cf. Claudio Janet. op. cit. p. 272.

abus relatés dans la presse, et dont cette pétition se faisait l'écho appelaient une enquête sur la Bourse et peut-être une réglementation législative.

Cette pétition vint en discussion au Reichstag à la suite des abus révélés par l'effondrement du célèbre corner du café à Hambourg en 1888 (1). Le Reichstag décida dans sa séance du 16 mai 1889, de transmettre la pétition au Bundesrath. Jusqu'ici, le mouvement antitermiste conserve un caractère à peu près uniquement agrarien. Une série de krachs de bourse va se charger de le transformer et de l'étendre. Le 5 mars 1889, c'est le krach des métaux marqué en France par le suicide du Directeur du Comptoir d'Escompte. En juillet 1889, c'est le krach du sucre de Magdebourg; la Caisse de liquidation de cette ville doit renvoyer au 14 septembre le réglement de ses opérations. L'on n'évite la généralisation du krach que grâce à l'intervention de la haute banque. La crise de 1890 vient mettre la mesure comble: des manœuvres scandaleuses sont révélées; des banquiers ont recommandé des valeurs dont la baisse était imminente. Bientôt après,

(1) Cours du Café à Hambourg (pf. p. Kil.) livrable

			septembre	octobre	décembre
22 Août			61 1/2	67 1/4	56 1/4
30	—		77 1/2	64 1/4	56 3/4
6 Septembre			100	70	64
6	—	5 h. 1/2 soir	110	70 1/2	63 1/2
6	—	6 h. 1/2 soir	130	70 1/2	63 3/4
7	—	10 h. 1/4 matin	140	74 1/4	65
7	—	après-midi	200	—	—
7	—	soir	185	70	63
8	—	après-midi	135	68	60 1/4
11	—		110	70 1/2	62 3/4
12	—		90	70 3/4	62 1/2

d'après Van Guelpen. *Terminhandel und Bœrse.* p. 32 et suiv.

en 1891, plusieurs maisons de banque importantes chutent entraînées par des spéculations exagérées. Les victimes de la spéculation étaient nombreuses, elles se recrutaient dans toutes les classes de la société. L'armée des agrariens s'accrut de celle des spéculateurs malheureux et des honnêtes gens scandalisées. Le terrain et le moment étaient favorables à une offensive décidée contre la bourse. Un député proposa de déclarer nulles les opérations sur différence et de soumettre à la surveillance du gouvernement les opérations de bourse. Le Bundesrath répondit en décidant d'amorcer aussitôt la réforme par une enquête sur la bourse. Le 16 février 1892, le Chancelier, M. de Caprivi, nommait une commission d'enquête chargée d'étudier et d'examiner l'organisation juridique et matérielle des bourses allemandes, leurs opérations en les comparant à celles des principales bourses étrangères, leurs défauts et de trouver le moyen de remédier à ces défauts (1). A côté du Code de commerce, on allait élaborer un Code de la bourse.

Sous la présidence du gouverneur de la Reichsbank, M. Koch, une commission fut réunie: elle comprenait 28 membres, 7 fonctionnaires, 7 représentants du haut commerce, 3 représentants de banques, un industriel, 6 agriculteurs, un minotier et 3 professeurs. Elle commença à tenir des séances à partir du 6 avril 1892. On élabora d'abord un plan d'étude et un questionnaire. 115 spécialistes de toutes les parties de l'Allemagne furent appelés à donner leur avis sur la base du questionnaire ainsi élaboré; parmi ceux-ci, 39 appartenaient au trafic des valeurs, 16 au commerce du blé, 10 à l'agriculture, 10 à la meunerie, 9 au commerce du café, 6

(1) cf. Endemann *Das Bœrsengestz. Revue de Conrad*, 1896, t. 67, p. 368-403. Apt, *Das Bœrsengesetz und seine Reform, Archiv fuer Buergerliches Recht*, 1901, p. 211, s.

au commerce de l'alcool, 7 à celui du sucre, 5 à l'industrie textile; 8 étaient économistes ou juristes; 5 journalistes. Toutes les compétences étaient réunies.

Les débats sténographiés furent publiés; ils forment 4 gros volumes et représentent 3.600 pages! La commission a en outre publié un volume contenant une série d'études sur les bourses étrangères et un remarquable supplément statistique. Elle a résumé cet effort colossal en un rapport moins volumineux, et qui contient ses conclusions (1). Quand elle se sépara, le 11 novembre 1893, elle avait tenu 93 séances! Aussitôt les résultats en furent transmis au Bundesrath et au Reichstag. Et le 19 avril 1894, le Reichstag sollicita le Bundesrath de lui faire parvenir un projet de loi sur la bourse. Le 3 décembre 1895, il était déposé sur le bureau du Reichstag.

La première discussion en séance pleinière dura du 9 au 11 janvier 1896; elle se termina par le renvoi à la neuvième commission, qui employa 27 séances à la discussion du projet. Elle apporta au projet plusieurs modifications qui furent votées lors de la discussion en seconde lecture au Reichstag dans les séances des 28-1er mai 1896. Voté en 3e lecture les 5 et 6 juin, le projet modifié fut transmis au Bundesrath, qui le vota lui aussi. Le 22 juin 1896, la loi était publiée. Elle devait entrer en vigueur le 1er janvier 1897. Mais la disposition relative au registre de bourse était applicable dès le 1er novembre 1896. La loi fut aussitôt très vivement attaquée. Elle a de nos jours 10 ans d'existence sans modification. Sa réforme paraît cependant probable.

Prise dans son ensemble, cette loi nous apparaît dans son

(1) Cette enquête a donné lieu à bien des publications, et des critiques, cf. Weber. *Die Ergebnisse der deutschen Bœrsen-Enquête, Zeitschrift fuer das gesamte Handelsrecht* 1896, p. 100-156 Baron. *Die Bœrsen-Enquête*, Berlin, Heymann, 1895, Pfleger et Geschwindt, op. cit. in Muenschener Studien.

origine comme la réaction du grand propriétaire contre le commerçant, du capital immobilier contre le capital mobilier, peut être en définitive d'une noblesse terrienne, dont les revenus baissent contre une bourgeoisie financière, dont les revenus croissent. Elle est cependant davantage et autre chose: elle est la première tentative de codification du droit de la bourse; elle est aussi une tentative de moralisation du terme. Son titre IV, dont nous abordons l'étude, s'inspire directement de cette dernière idée. Pour combattre le jeu et l'agiotage, la loi s'attache à un critérium objectif et à un critérium subjectif. Dans certains cas, c'est le marché à terme qu'elle interdit, dans d'autres elle se borne à l'interdire à certaines personnes.

Le titre IV de la loi sur la bourse procède en effet d'une double idée: 1° Limiter la spéculation, mais dans la mesure, où elle survit, lui accorder pleine sécurité juridique; 2° la supprimer dans les cas où elle présente de tels inconvénients, que ces inconvénients l'emportent sur ses avantages.

A la première idée se rattache l'institution très originale du registre de bourse. Pour être capable d'opérer valablement à terme, il faut être inscrit sur un registre particulier: le registre de bourse. Ce registre est public. Mais tout contrat passé entre individus inscrits est pleinement valable. Il cesse d'être exposé à l'exception de différence, telle qu'elle résultait de la jurisprudence du Reichsgericht avant l'entrée en vigueur, en 1900, du nouveau Code civil; il cesse d'être exposé à l'exception de différence établie par le nouveau Code civil allemand, art. 764 (1).

Le marché à terme est interdit sur certaines valeurs et sur

(1) cf. Sur ce point pour plus de détail. Partie I. ch. III. Sect. IV de ce travail.

certains produits, valeurs minières et industrielles, céréales et produits de la meunerie.

Dans l'étude qui va suivre, nous nous bornerons à l'examen du titre IV de la loi sur la bourse; nous ne traiterons ni de l'exception de jeu, ni de l'exception de différence du Code civil. L'exception de différence n'est au reste qu'une exception de jeu spécialisée, visant particulièrement les marchés à terme sur différence (1). La question présente, du reste, en pratique assez peu d'intérêt; car si les parties sont inscrites sur le registre, l'exception de différence est par là même écartée. Si les parties ne sont pas inscrites, elles jouissent de l'exception de registre tout aussi efficace que l'exception de différence dont elles jouissent coucurremment (2).

---

(1) Art. 761 « un contrat à livrer sur valeurs ou marchandises conclu dans l'intention, de solder l'opération par le paiement de la différence entre le prix stipulé et le cours en bourse ou sur un marché à l'échéance, doit être assimilé à un jeu. Il en est de même si l'une des parties seulement a eu cette intention et que l'autre l'ait connue ou puisse être présumée l'avoir connue. »

(2) Voir cette idée confirmée dans Cocack. *Droit commercial* trad fr. 1905. 2 vol. t. II. p. 263, § 80.

CHAPITRE II

La définition du marché à terme de bourse

L'art des définitions est l'un des plus difficiles, mais aussi le premier de la science juridique. Qu'il s'agisse de permettre, d'interdire, d'annuler, de punir, il importe toujours et avant tout de bien déterminer l'acte permis, interdit, nul ou punissable. Voilà pourquoi, nous croyons devoir commencer cette étude du marché à terme de bourse par sa définition. Cette définition a donné lieu en doctrine et en jurisprudence à bien des controverses. Ces controverses ont mis en évidence un fait fort intéressant: la difficulté d'atteindre un acte, un fait ou une fin économique à travers un acte juridique déterminé. Et c'est pour ce motif que nous traiterons: 1° des opérations à terme de bourse proprement dites; 2° des opérations à terme de bourse indirectes ou déguisées.

SECTION I

LES OPÉRATIONS A TERME DE BOURSE PROPREMENT DITES

L'art. 48 B.-G., contient une définition légale de l'opération à terme de bourse. Il s'attache pour la délimiter à trois caractères: 1° l'opération doit être une opération à terme

fixe, que le terme résulte au reste de la détermination d'une date ou d'un délai. Le terme est une clause essentielle du contrat; 2o l'opération doit être conclue suivant les usances de bourse, c'est-à-dire en s'en référant aux conditions officiellement établies par le comité directeur de la bourse pour ces sortes d'opérations; 3o elle doit avoir pour objet une marchandise ou une valeur admise à la cote officielle. Terme fixe, usance de bourse, cote officielle, tels sont les trois caractères auxquels s'attache le législateur allemand pour définir l'opération à terme de bourse. C'est une définition intéressante à connaître pour nous, dont nos codes ne donnent aucune définition de ce genre d'opérations et dont les manuels en donnent une, qui convient également aux simples opérations à livrer du droit commercial (1).

L'opération à terme de bourse est bien assurément une opération à livrer du droit commercial, mais elle en est une d'un genre particulier. Le droit allemand connaît même une opération à livrer dant la fixité du terme constitue aussi une clause essentielle du contrat, l'opération à livrer à terme fixe, (art. 357 anc. Code com., 376, nouveau Code com.). Mais les conditions du contrat, l'objet du contrat sont abandonnés à la libre volonté des parties. A fortiori par suite l'opération à terme de bourse se distingue-t-elle de l'opération à livrer ordinaire, dont l'exécution peut être différée par l'exercice du droit à un délai expressément conféré jadis par le Code de commerce, de nos jours par le Code civil, à la partie défaillante (art. 354-356 anc. Code com., art. 326, nouv. Code civ.). La définition de l'art. 48 dégage très heureusement les caractères de l'opération à terme de bourse.

La fixité du terme empêche que l'un des contractants s'op-

(1) Voir les traités de MM. Thaller et Lyon-Caen.

pose par son mauvais vouloir à la liquidation par compensation des opérations à terme qui est de l'essence même de la spéculation de bourse. Les usances de bourse en identifiant les conditions des contrats, en soumettant à des experts ou à un tribunal arbitral les difficultés que suscite une opération à terme, facilitent encore la liquidation rapide des engagements de bourse. La quantité, la qualité des produits étant fixées par les usances à priori, les contractants ont ainsi la faculté de concentrer leur attention sur une seule clause du contrat, le prix. L'existence d'une cote officielle et la référence à cette cote simplifient la liquidation de ces opérations, assurent la sincérité de cette liquidation. Le marché à terme est donc l'instrument juridique le plus commode pour se porter tantôt acheteur, tantôt vendeur suivant l'allure du marché des capitaux ou des marchandises. En concluant deux opérations en sens contraire, il peut acheter sans avoir le prix, vendre sans avoir la marchandise. A l'échéance, il se trouvera débiteur d'un prix, mais créancier d'une marchandise, et par suite en état de livrer la marchandise vendue et d'en toucher le prix (1). Au total, son opération se liquidera par une simple différence. Cette possibilité d'acheter, de vendre chaque jour permettra au capitaliste, à l'industriel de s'assurer un prix.

L'art. 18 est assurément la photographie fidèle et heureuse des réalités de la bourse. Mais à vouloir trop préciser, on court un risque : s'agit-il d'un contrat à encourager, l'individu se trouvera à l'étroit, enveloppé dans une définition trop nette ; s'agit-il d'un contrat à interdire, à réglementer, la pra-

(1) Sur tous ces points nous nous bornons à renvoyer à l'ouvrage traduit de M. Cosack. On y trouvera de plus longs développements éclairés par des exemples. Cosack. *Traité de droit commercial*. Giard et Brière, 1905, 2 vol. t II, p. 231 s.

tique aura tôt fait d'imaginer une combinaison juridique voisine de la définition légale sans lui être cependant conforme. Et c'est ce qui s'est produit pour l'opération à terme de bourse.

SECTION II

L'OPÉRATION A TERME DE BOURSE INDIRECTE OU DÉGUISÉE.

Les Doyens des négociants de Magdebourg dans leur Mémoire relatif aux résultats de l'enquête sur bourse tenaient déjà « la proposition qui tend à permettre au Bundesrath d'interdire certaines branches du marché à terme pour une mesure complètement platonique » (1). Les chambres de commerce ne cachaient pas leur intention de tourner la loi. La Bourse de Berlin manifestait son mécontentement des résultats de l'enquête en ne réélisant pas membres de son Comité Directeur, les deux négociants berlinois qui avaient siégé à la commission d'enquête (2).

Dès que la loi sur la bourse eut été votée, la spéculation se mit en devoir d'organiser un marché à terme extra-légal; les opérations conclues sans répondre complètement à la définition de l'article 48 remplissaient le même rôle économique. Elle eut recours pour les marchandises et les valeurs à la vente à livrer du droit commercial, pour les valeurs à une combinaison assez compliquée d'opérations au comptant. Dans tous les cas, les parties jouissaient des mêmes avantages et facilités de spéculer qu'avec l'opération à terme de bourse

(1) *Denkschrift der Ælltesten der Kaufmannschaft zu Magdeburg betreffend die Ergebnisse der deutschen Bœrsen-Enquête*, Berlin, Faber, 1891, p. 30.

(2) Cohn, *Beitraege zur Deutschen Bœrsen-reform*. Leipsig. Duncker et Humblot, 1895, p. 110.

proprement dite: achats et ventes fictifs, règlement des opérations par calculs de différences et compensations.

La jurisprudence fut donc amenée à examiner leur validité; car pour le dire dès maintenant, et, comme nous le verrons bientôt, la nouvelle loi soumet le marché à terme de bourse à certaines restrictions et parfois même à une réglementation prohibitive. Que fallait-il donc entendre par marché à terme de bourse? Devait-on comprendre les seules opérations définies par l'art. 48, ou l'art. 48 contenait-il seulement une indication pour le juge? C'est ce que nous allons examiner en traitant des deux modes essentiels au moyen desquels la bourse tenta de se soustraire aux prescriptions légales: les opérations à livrer et les opérations au comptant.

§ 1. — Opérations a livrer (*Lieferungsgeschaeft*)

Nous avons déjà eu l'occasion d'indiquer qu'il existait en Allemagne deux sortes principales d'opération à livrer: l'opération à livrer ordinaire et l'opération à livrer à terme fixe. Si l'opération à terme fixe ressemble dans une certaine mesure au marché à terme de bourse, elle s'en sépare, comme du reste l'opération à livrer ordinaire, par deux traits essentiels: elle n'est pas conclue d'après les usances déterminées par le comité de la bourse, pour elles n'existe pas aucune cote officielle. Si donc, nous essayons de situer les opérations à livrer en face du marché à terme de bourse de l'art 48, nous remarquerons que l'opération à livrer ordinaire se distingue du marché à terme de bourse, par l'absence des trois traits caractéristiques du marché à terme de bourse: terme, date ou délai déterminés — usance de bourse — cote officielle. L'opération à livrer à terme fixe s'en sépare par l'ab-

sence des deux derniers traits: usances de bourse, cote officille. Par suite l'opération à livrer conclue parfois à un terme incertain. toujours privée du secours de ces formules types et d'une cote officielle, qui autorisent seules la liquidation par compensation, se trouvait par elle-même incapable de servir de succédané à l'opération à terme de bourse. Mais ces quelques remarques nous permettent de pressentir aussi, qu'elle était apte à servir de cadre à la création d'un succédané de ce marché à terme de bourse. La partie la plus délicate de cette résurrection n'était point de suppléer aux locaux de la bourse ou même à la cote officielle. Du reste une cote officielle continuait à exister en bourse pour les opérations à terme non interdites de l'art. 48. Il restait loisible aux parties de s'en référer à cette cote pour la liquidation de leurs opérations. Quant à la fixité du terme elle était de l'essence même de toute une catégorie d'opérations à livrer. Ce n'est donc ni par la fixité du terme, ni par la cote officielle que l'opération à livrer se sépare de l'opération à terme de bourse. C'est surtout par les usances, d'où résulte l'uniformité des conditions servant de base au contrat. La qualité livrable, la quantité minimum susceptible d'être stipulée, le règlement de l'opération par différence et compensation, l'exécution en bourse de la partie défaillante déterminés à l'avance par un règlement émané du Comité directeur de la bourse, voilà ce qui manquait à la nature même de l'opération à livrer pour se substituer efficacement à l'opération à terme de bourse. Restait à savoir s'il n'était pas possible de la doter de toutes ces qualités? Etait-il nécessaire en effet qu'elle portât sur un objet déterminé « in individuo », ne pourrait-elle en vertu du principe de la liberté des conventions porter sur un objet déterminé à priori, sur un produit de qualité moyenne? Les parties ne pourraient-elles convenir qu'en cas d'inexé-

cution à l'échéance, les dommages seraient fixés à la différence des cours. Bref, le principe de la liberté des conventions ne permettait-il pas de faire revivre les anciennes usances de Bourse. Evidemment. Et dès que le Bœrsengesetz eut été voté des associations: Stempelvereinigung pour les valeurs, Freie Vereinigung Berliner Getreide-und Produktenhändler pour les produits se créèrent qui rédigèrent sur la base tantôt de l'art. 357, C. Com. all., tantôt des art. 354-357 des bordereaux d'après lesquels les parties s'engagaient à terme de la même façon qu'elles l'eussent fait en vertu d'un contrat à terme de bourse.

Dans la mesure où les conditions déterminées par les usances officielles n'étaient pas expressément reproduites par ces bordereaux, elles étaient en pratique fidèlement observées: c'est ainsi que la qualité du produit n'était pas déterminé à l'avance, mais en fait on traitait toujours sur une qualité type. En principe l'échéance restait libre; mais on la fixait toujours en fin de mois.

Entrons un peu dans le détail et montrons pour la bourse des marchandises, le raisonnement serait identique pour la bourse des valeurs, comment les négociants s'efforcèrent de créer un marché à terme, échappant en droit à la définition de l'art. 48, mais doué en fait des mêmes aptitudes économiques.

Les conditions essentielles pour qu'une opération à livrer jouisse de cette souplesse et de cette malléabilité infinies qui la transforment en opération à terme de bourse sont au nombre de trois : le contrat porte vers une quantité minimum ou sur multiple, sur une qualité type, l'échéance doit être unique. Nous savons déjà comment ces trois éléments se retrouvent dans les nouvelles opérations à livrer. Il en fut de même des autres clauses des usances de bourse et par le même

procédé. Elles trouvèrent place dans la rédaction du nouveau bordereau. C'est ainsi que ces opérations devaient être réglées par calcul de différence et compensation sur la base des cours de la Freie Vereinigung, après la fermeture de la bourse de commerce, sur la base des cours de la bourse après sa réouverture (1). Les bordereaux étaient centralisés en fin de mois par un ancien employé du bureau de liquidation de la Bourse, qui calculait et compensait les différences.

On convenait encore qu'en cas de contestation sur la qualité de la marchandise livrée, le différend serait tranché par des experts: ces experts furent d'abord les experts de la bourse, puis les experts désignés par la Freie Vereinigung (2).

En cas d'inexécution les parties ont d'après le droit commercial l'option entre renoncer au contrat, exiger l'exécution et des dommages — exiger des dommages seulement. Les parties renoncent expressément à leur droit d'abandon du contrat. Les dommages devaient d'après l'ancien Code de commerce être calculés « in concreto » et non « in abstracto » d'après la différence des cours. En fait, malgré l'absence d'une dérogation expresse, les dommages étaient toujours calculés in abstracto. Les bordereaux stipulaient expressément le droit pour l'acheteur et le vendeur de se couvrir en bourse le jour qui suit le lendemain de l'échéance. Toute fois cette remarque n'est exacte en droit que pour les opérations à livrer à terme fixe. Au cas d'opérations à livrer ordinaires, la partie défaillante a droit à un délai de grâce modéré. Ce droit à un délai qui

(1) *Berliner Bedingungen*, § 11, p. 12, 13.

(2) Cette clause correspondait au § 7 des usances de la Bourse de Berlin. (V. *Berliner Bedingungen*, § 7). Sans doute certains points des usances sont laissés dans l'ombre: les bordereaux ne portent pas que les récepteurs et les réceptionnaires sont exclus de droit de la commission d'expertise, que leurs parents jusqu'au 1e degré n'en peuvent pas davantage en faire partie. Mais out cela va de soi et l'habitu le supplée la règle écrite.

d'après l'ancien Code de commerce n'existait que « si la nature de l'opération le permettait » est devenu général et absolu dans tous les cas en vertu de l'art. 326 du nouveau Code civil allemand. Passé ce délai, mais passé ce délai seulement, la partie défaillante subit les conséquences de l'inexécution de son engagement. Par là l'opération à livrer des art: 354-356 (anc. Cod. com.), (326 nouv. Cod. civ.), se séparait radicalement du marché à terme de bourse et sur deux points essentiels: 1° La liquidation des opérations par compensation des différences n'est possible que dans l'hypothèse, où l'échéance de toutes ces opérations est identique; 2° et surtout un délai même modéré est susceptible de changer beaucoup la situation respective des contractants: les variations des cours sont telles, même en temps ordinaire, qu'un délai de deux à trois jours seulement, est susceptible de modifier le sens d'une opération. Que dirions-nous en temps de crise. L'opération à livrer conclue sur la base de ces articles présente donc au moins en apparence une infériorité notable sur l'opération à terme de bourse. Mais à vrai dire il n'y à là qu'une apparence: car en fait les parties n'usent pas du droit que leur confère la loi. Un négociant confiait un jour à l'un de ses amis qu'il préférerait perdre 10,20000 marks que d'en user. Il eut été mis à l'index par ses collègues. Et tout se passe comme au cas d'opération à livrer à terme fixe ou de marché à terme de bourse. Sans doute les contractants auraient pu dans leurs contrats renoncer expressément à cette faculté; le principe de la liberté des conventions le leur permettait. Mais les spéculateurs espéraient ainsi démarquer au mieux l'opération à terme, qu'ils s'efforçaient ainsi de ressusciter.

Enfin, il n'est pas jusqu'au tribunal arbitral, que les négociants n'aient tenu à rétablir. Sans doute on ne s'en remet pas au tribunal arbitral de la bourse; mais les parties con-

viennent par avance de soumettre leurs difficultés à un arbitrage amiable. Les parties désignent alors chacune un arbitre choisi parmi les membres du Verein Getreide-und Produktenhändler: si ces deux arbitres ne peuvent réussir à se mettre d'accord, ils nomment un tiers arbitre. C'est ainsi que sont réglées les questions d'insuffisance de poids ou celles plus importantes encore de cours de produits au jour de l'échéance (1).

Ainsi ces opérations à livrer présentent avec le marché à terme de Bourse — même juridiquement — car c'est ici le seul point de vue qui nous intéresse, des analogies frappantes. Les usances de la Bourse de Berlin revivent par suite de clauses soit expresses, soit tacites, insérées dans ces marchés à livrer élargis, mais simplifiés. Sans doute ces marchés ne sont pas toujours conclus à terme fixe; ils ne le sont pas suivant les usances de bourse, qu'ils excluent même formellement ab initio; mais ils sont identiques au point de vue du fonds aux opérations à terme de bourse.

Quelle allait être l'attitude de la jurisprudence et de la doctrine en face de ces opérations à livrer? La question était évidemment très délicate. Deux voies s'ouvraient à elles: les assimiler aux opérations de l'art. 48, les déclarer opérations à livrer sincères.

Par deux arrêts successifs des 12 octobre 1898 et 28 octobre 1899, le Reichsgericht a opté pour la première solution: ces opérations à livrer sont des opérations à terme de bourse, soumises aux prescriptions du bœrsengesetz (2). Cette juris-

(1) Pour plus de détail cf. Goldenbaum. *Auflœsung und Wiederherstellung der Berliner Produktenbœrse*. *Revue de Schmoller*. 1900, t. 24, p. 229-259 Mancke. *Die Bœrsen-Juristen gegen das Reichsgericht*. Berlin. 1900, p. 31, s.

(2) *Entscheidungen des Reichsgerichts*. Arrêt 12 Octobre 1898, t. XLII, p. 43-51. Arrêt 28 octobre 1899. t. XLIV p. 103-116. Arrêt 1er décembre 1900, t, XLVII,

prudence se heurte à une doctrine violemment hostile (1), qui lui reproche de faire table rase des textes. Elle ne s'est cependant jamais démentie et s'est au contraire plusieurs fois affirmée. Il y a à ce fait une raison particulière: on a procédé en 1900, au sein du Reichsgericht à une division du travail et de compétence entre les différentes Chambres du tribunal suprême d'Allemagne. La connaissance des opérations à terme de bourse est échue à la première Chambre, celle-là même qui avait déjà eu à se prononcer sur la question qui nous intéresse et dont nous abordons l'examen. Remarquons toutefois que cette jurisprudence est relative aux seules opérations à livrer sur valeurs: un marché à terme sur marchandise

p. 103-111 Arrêt 27 septembre 1902, t, 52, p. 178-181, rendu dans la même affaire que celle de l'arrêt du 1er décembre 1900. Adde : Arrêt 12 juillet 1902. *Bank-Archiv.* t. 2, p. 31 et 32. Arrêt du 18 octobre 1902, *Bank-Archiv.* t. 2, p. 60. Arrêt du 21 juin 1903. *Bank-Archiv.* t. 3 p. 10. Arrêt du 26 septembre 1901. *Bank-Archiv.* t. 1, p. 91. Arrêt 1 juillet 1901. *Entscheidungen.* t. 58, p. 366-369.

(1) Trumpler. *Die Differenzgeschaefte nach dem Buergerlichen Gesetzbuch und nach dem Bœrsengesetz. Zeitschrift fuer das gesamte Handelsrecht,* 1901, t. 50. Staub. *Der Begriff der Bœrsenterminingeschaefte in* § *65 des Bœrsengesetzes*, Berlin, Liebmann, 1899. Staub. *Kommentar zum Handelsgesetzbuch*, 2 vol. 7e et 8e édit. Berlin Heine, t. II p. 1325-1339. Riesser. *Die handels rechtliche Lieferungsgeschaefte.* Berlin, Liebmann, 1900. Wermert. *Das Handelsrechtliche Lieferungsgeschaeft and seine wirtschaftliche und rechtliche Bedeutung dans Bœrse*, op. cit. p. 255-261, 337-341. Adler. *Zum Rechte des Termingeschaefts. Archiv. fuer Buergerliches Recht,* 1900, t. XVII p. 132-163. Zadig. *Der Terminhandel und seine Behandlung durch Rechtssprechung und Gesetzgebung.* Breslau. Kœbner, 1901. Apt. art. cit. *d'Arch. f. Buerg. Recht,* 1901, Heinemann. *Die erlaubten und die verbotenenen Termingeschaefte*, Berlin, Hande et Spener, 1899, Heinemann. *Der Bœrsenterminhandel und das Reichsgerict* Heine 1900. Heinemann *Ist die Legaldefinition des Bœrsentermingeschaefts* (§ *48 B. G eine Wesenvorausetztung der Registereintragung. Monatschrift fuer Handelsrecht und Bankwesen*, 1899, p. 235-238, Heinemann. *Zur Begriffbestimmung des Bœsentermingeschaefts in* § *48 des Bœrsengesetzes* mêm. revue 1900, p. 60-61. Beheim. *Zum Begriff des Bœrsentermingeschaefts Monatschrift...* cit. 1899, p. 131-138. Contra Flech. *Die Bœrse und das Reichsgericht Monatschrift.* cit. 1899, p. 157-167.

existe sans donner lieu à des procès, en dehors de toute sécurité juridique et de toute sanction légale.

L'arrêt du 12 octobre 1898 statue sur une opération à livrer à terme fixe conclue sur la base de l'art. 357 (ancien Cod. Com.), celui du 28 octobre 1899, sur une opération à livrer ordinaire des art. 354-356 (ancien C. Com.) Dans les deux cas, il s'agissait d'opérations à livrer sur valeurs. Dans la première hypothèse il s'agissait d'une opération à livrer, conclue à Hambourg, dont le bordereau portait la clause suivante: « Conformément à l'art. 357, C. Com... et à l'exclusion des usances générales relatives au trafic des valeurs; lieu d'exécution: Hamburg ». Au second cas il s'agissait du bordereau type rédigé par une grande banque berlinoise, la Bank für Handel und Industrie, également connue sous le nom de Darmstäter Bank; il portait exclusion formelle des usances de la Bourse de Berlin; et notamment il mentionnait que le terme du contrat ne pouvait être assimilé ni au terme défini par l'art. 48, B.-G., ni à celui défini par l'art 357. C. Com.: la partie défaillante était en droit d'exiger de l'autre un délai de 2 jours.

Dans l'un et l'autre de ces cas, la Cour de cassation décida qu'il s'agissait de véritables opérations à terme de Bourse et leur appliqua les prescriptions du Bœrsengezetz.

Elle se place beaucoup plus sur le terrain économique et de fait que sur le terrain juridique. « Reste à savoir, dit-elle dans son premier arrêt, si les opérations à terme qui par leur contenu (inhaltlich) s'écartent... des usances officielles du marché à terme ou même les excluent, mais qui par contre conservent très net leur caractère d'opérations à terme et d'opérations de bourse, doivent être atteintes ou non par l'art. 66? » et le deuxième arrêt est encore plus net dans le même sens:

« La question qui se pose est celle de savoir si la nullité

édictée par l'art 66 B. G., en cas de non inscription des deux parties sur le registre, doit être restreinte aux opérations à terme de bourse, qui correspondent à la définition de l'art. 48 de la loi, ou si cette nullité s'étend à ces opérations dont la forme juridique extérieure ne répond pas à l'art. 48, mais qui d'après leur contenu matériel, leur nature et leur but économique doivent être comprises parmi les opérations que le législateur n'a entendu autoriser qu'entre personnes inscrites sur le registre, qu'il a voulu interdire aux autres personnes, au sujet desquels, en un mot, on doit admettre, que le législateur a voulu les atteindre et les aurait atteintes par une disposition expresse, s'il avait prévu leur déguisement sous une autre forme juridique que celle qu'il a définie.

Et la C. Cass. précise alors le rôle du juge en s'appuyant sur les textes du Digeste : « Quod ad omnes etiam legum interpretationes tam veteres quam novellas trahi generaliter imperamus, ut legislatori, quod fieri non vult, tantum prohibuisse sufficiat *cetera quasi expressa ex legis* diceat *voluntate* colligere : hoc est ut ea quae lege fieri prohibentur, si fuerint facta, non solum inutilia sed pro infectis etiam habeantur, licet legis lator fieri prohibuerit tantum nec specialiter dixerit inutile esse debere quod factum est, sed et si quid fuerit subsecutum *ex eo vel ob id, quod interdicente lege factum est,* illud quoque cassum atque inutile esse praecipimus (1). La volonté du législateur doit être une règle immuable, que le juge doit dans tous les cas faire respecter.

Après avoir ainsi posé la question le Reichsgericht est amené à démontrer que les opérations à livrer litigieuses sont susceptibles de servir aux mêmes fins, que les véritables marchés

(1) Code I, 14 De legibus, loi 5. et applications pratiques de cette idée l. 13. § 26 Dig. de A. E. V. 19, 1, l. 3 § 3, l. 7 pr. § 1. Dig. de S. C. Mac. 14, 6 ; l. 8. § 6. l. 29 § 1, l. 32 § 3, Dig. ad. S. C. Vell. 16. 1 : l. 16. Cod. de Usur. 4, 32.

à terme de Bourse. Elles présentent les mêmes dangers sociaux. L'opération est ici comme au cas de marché à terme conclue sur des bordereaux types susceptible de se régler par une simple différence: les parties n'ont besoin d'avoir ni d'espérer avoir soit le prix, soit la marchandise ou la valeur à l'échéance du terme. Ces opérations peuvent être prolongées; en cas d'inexécution, vendeurs et acheteurs ont le droit de se couvrir par un achat ou une vente (1).

Ces opérations à livrer sont au même titre que les opérations à terme de bourse susceptibles de favoriser le jeu et la spéculation illégitime: des gens étrangers par leur profession à toute compétence en matières de bourse trouvent dans ces opérations la même tentative d'enrichissement sans travail; avec un petit capital, elles continuent à jouir de la possibilité d'opérer sur des sommes énormes. Ce danger public, que le marché à terme de bourse de l'art. 48 faisait courir au public dans l'esprit du législateur de 1896, renaît avec ces opérations à livrer et avec toutes les opérations à livrer, qu'elles soient ou non à terme fixe. Le Reichsgericht est ainsi conduit à montrer: 1° que les opérations à livrer ordinaires, malgré le droit à un délai reconnu à la partie défaillante, sont en réalité de vrais marchés à terme de bourse; 2° que le législateur n'a pu viser ce genre d'opérations, car elles ont été imaginées depuis; mais s'il les avait connues, il les aurait frappées. C'est le devoir du juge de suppléer à la volonté du législateur. Il importe que la loi ne reste pas une « simple feuille de papier » (2).

(1) Et ces faits étaient particulièrement manifestes dans le cas soumis au Reichsgenriht : les opérations objet du procès avaient été prolongées à deux reprises différentes, et l'acheteur s'était couvert en bourse sur le refus de livrer du vendeur.

(2) Arrêt du 28 octobre 1899. op. cit. p. 113.

Les opérations conclues sur la base des art. 351-356, C. Com., sont en réalité des opérations à terme fixe pour deux raisons: l'art. 356 qui permet à la partie défaillante de réclamer un délai ne le lui permet que si les circonstances l'autorisent Or en matière d'opération à terme sur valeurs, les circonstances s'opposent à l'octroi d'une semblable faveur. Le droit à un délai est-il formellement stipulé, le Reichsgericht ne croit pas que l'opération cesse d'avoir le caractère d'une opération à terme fixe. Il déclare que dans ce cas, l'opération est « prolongée à terme fixe »; mais elle n'en perd pas pour cela son caractère d'opération à terme fixe (1). Et ce délai n'empêche nullement que l'opération ne se liquide par une simple différence et ne continue à servir au jeu. Sans doute ce délai est susceptible de modifier sérieusement l'issu de l'opération. Mais il ne modifie pas sa nature, et son but est toujours de tourner la loi au moyen d'une opération originale (2).

L'opération à livrer telle qu'elle nous apparait, semble en effet au Reichsgericht de création récente. Qu'on n'objecte pas, que la commision d'enquête, le Reichstag avaient prévu cette éventualité, et n'en ont pas moins inséré une définition légale en tête des prescriptions relatives au marché à terme de bourse. L'opération à livrer n'avait, lors du vote de la loi, jamais affecté le caractère qu'elle a revêtu depuis ce vote; elle n'avait jamais cessé d'avoir le caractère d'une opération individualisée par la qualité, la quantité, le prix de

(1) La Cour d'Appel qui avait eu à statuer sur ce point avait décidé dans le même sens, mais en s'appuyant sur un autre motif « la clause relative au délai n'est pas sérieuse, car la partie qui doit livrer ne livrera pas après l'expiration du délai... Le caractère d'opération à terme fixe n'est essentiel que pour les opérations à terme de Bourse proprement dites au sens de l'art. 48, mais non pour les opérations à termes de bourse au sens large » cf. Staub. *Der Begriff*. op. cit., p. 61.

(2) Arrêt cit. du 28 octobre 1899 p. 116.

l'objet du contrat. Elle était dans tous les cas une opération effective. Les opérations à livrer conclues depuis « ont le même caractère de généralité, d'uniformité, exclusif de toute individualité, que les opérations à terme de bourse définies dans l'art. 48 B.-G. Sont-elles conclues à la bourse des valeurs sur des valeurs admises au marché à terme de bourse, et qui sont par suite officiellement négociés à la Bourse, l'usage des locaux de la bourse leur est-il accordé, les prix du terme ont-ils une cote officielle, ces opérations ne se distinguent matériellement en rien des opérations à terme de bourse, qui correspondent à la lettre de l'art. 48. Elles sont alors aussi bien que ces dernières par leur analogie, par une même possibilité de se couvrir par des opérations inverses et la facilité d'éviter leur réalisation effective, en état de servir au jeu; et le but de la loi est manqué, si l'obligation d'inscription n'existe pas pour elles. Par contre, on ne saurait faire valoir que le marché à terme est issu du commerce à terme libre. Le législateur du B. G. ne peut pas n'être pas parti de cette idée qu'après la création du registre de bourse quiconque ne sera pas inscrit sur le registre ne pourra se livrer à des opérations à terme de quelque ordre que ce soit. Il ne le peut pas,parce qu'il ne peut avoir voulu que la loi manque son but » (1).

Telle est donc, en définitive l'augmentation du Reichsgericht : si le Reichsgericht avait validé ces opérations à livrer, la loi sur la bourse eut manqué son but. C'est le rôle du juge, de faire respecter la volonté du législateur. Aussi le juge les soumet-il aux dispositions de la loi sur la bourse.

Cette argumentation présentait un point faible. Elle ne s'expliquait pas sur la portée de la définition de l'art. 48, dont elle semblait faire bien bon marché. La doctrine va le lui re-

(1) Arrêt. cit. 28 octobre, 1899, p. 111.

reprocher et s'efforcer de démontrer: 1° Que l'art. 48 contient une définition légale des opérations à terme de bourse; 2° Que les opérations à livrer ne correspondent pas à cette définition; 3° Que la volonté du législateur n'a pas été d'atteindre ces opérations à livrer qu'il a parfaitement prévues. A juger ainsi le Reichsgericht fait la loi: et c'est le Reichsgericht qui mérite l'accusation de traiter le Bœrsengesetz comme une simple feuille de papier.

L'art. 48 contient une définition légale des opérations à terme de bourse et cette définition domine toute la réglementation dont cette matière a été l'objet dans le titre IV du Bœrsengesetz. Les travaux préparatoires, le texte même de la loi en sont la preuve manifeste. Le rapport de la commission d'enquête sur la Bourse dit: « Par suite de l'institution du registre de Bourse, la commission s'est trouvée en face de la nécessité de préciser le sens de l'expression opération à terme de bourse » (1). (Bœrsentermingechäft) Dans les motifs du projet de loi l'article correspondant à l'art 48 était ainsi justifié et introduit. « A la base des dispositions suivantes nous devons placer une définition légale de l'expression opération à terme de bourse (2). » Enfin la place même que le législateur a donnée à l'art. 48 est la meilleure preuve, qu'il a suivi la commission d'enquête et le projet de loi: l'art. 48 est placé en tête même du titre IV.

Ceci posé est-il possible de décider que les opérations à livrer conclues sur la base, soit de l'art 357, soit des art. 351-356 du C. Com., sont des opérations à terme de bourse au sens de l'art. 48. Cet acticle s'en réfère expressément à trois critériums pour décider qu'il y a opération à terme de bourse: ter-

(I) *Entwurf des Bœrsengesetzes*, p. 27.

(2) *Bericht* op. cit. p. 112 cf. dans le même sens *Protokolle der B.E.K.*. p. 325-366.

me fixe, usances, cote officielle. Les opérations à livrer présentent parfois un ou deux de ces caractères ; elles ne les présentent jamais tous les trois. Elles excluent dans tous les cas les usances de Bourse.

Tout au plus peut-il s'agir d'une opération à livrer à terme fixe conclue sur la base des cours officiellement cotés en bourse. Mais les parties ne s'en réfèrent jamais aux usances pour la conclusion de ces opérations. Elles les excluent même formellement. Ces opérations ne répondent donc en aucun cas à définition de l'art. 48, et comme, seules les opérations définies par l'art. 48 sont soumises à la réglementation du Bœrsengesetz, ces opérations y échappent. Elles doivent surtout y échapper, quand, et c'est le cas le plus fréquent, elles sont conclues en l'absence de toute cote officielle, et souvent à un terme qui n'a rien de fixe. Suivant alors le Reichsgericht sur le terrain, où il s'est engagé, ses adversaires montrent que les opérations à livrer donnant droit à un délai en cas d'inexécution sont incapables de se substituer aux opérations à terme de bourse: l'absence d'identité de terme s'oppose à la liquidation de ces opérations par compensation et virements; le délai fait courir de gros risques aux prétendus spéculateurs. Au cas où à cette absence de terme fixe s'ajoute l'absence de toute cote officielle garantissant aux parties la sincérité des cours de liquidation, peut-on vraiment dire qu'on est en présence d'une opération à terme de bourse même au sens matériel. L'artifice par lequel le Reichsgericht essaie de restituer à ces opérations le caractère d'opération à terme fixe est une pure subtilité juridique de la plus haute fantaisie, et en se plaçant à son propre point de vue, il est impossible d'assimiler les opérations à livrer ordinaires et notamment les opérations conclues sur la base du bordereau rédigé par la Bank für Handel und Industrie à de véritables opérations à terme de Bourse.

Du reste lors de la préparation de la loi sur la Bourse, les opérations à livrer incriminées existaient parfaitement et à la Bourse. Lors de sa discussion à la commission d'enquête sur la Bourse, on a parfaitement prévu la possibilité du développement d'un trafic à terme sur la base du C. Com.; et l'on n'en a pas moins décidé de donner du marché à terme de bourse une définition légale précise, laissant en dehors de ses termes les opérations à livrer du droit commercial.

L'enquête sur la bourse a mis en évidence que, dès 1894 on concluait de nombreuses opérations à livrer, sur quantité et qualité type. M. Koch, gouverneur de la Reichsbank, M. Wiener, ancien président de Chambre au Reichsgericht l'ont reconnu expressément. On traitait ainsi une foule de marchandises: alcool, sucre, pétrole, céréales, etc. (1). Et cependant le rapport de la commission d'enquête s'exprime de la façon suivante: « Comme conséquence de l'institution du registre, la commission s'est trouvée dans la nécessité de donner une définition légale des opérations à terme de bourse. ». Suit la définition de l'art. 48. Sans doute on objecta qu'il serait possible de tourner la loi au moyen d'opérations à livrer. Mais « la commission tient cette objection pour mal fondée car la définition donnée n'exige pas que les opérations à terme de bourse qu'elle réglemente présentent toutes les traits de cette définition. Aucun juge ne refusera le caractère d'opération à terme de bourse à des opérations, *qui ne s'en écartent que sur des points secondaires (Kleine Abweichung)*, quand les circonstances montreront que cette dissidence a manifestement et uniquement pour but d'enlever à l'opération son caractère d'opération à terme de bourse: ce serait le cas, si

(1) Riesser. *Die Handelslieferungsgeschaefte.* op. cit. p. 15-47. *Bericht der Bœrsen-Enquête Kommission* op. cit. p. 111.

l'opération était conclue non d'après les quantités fixées par les usances, mais d'après une quantité différant d'un quintal (centner). » Les adversaires du Reichsgericht concluent de ce passage qu'une opération à livrer peut être considérée et traitée comme une véritable opération à terme de bourse au sens de l'art. 48, alors seulement que cette opération présente avec l'opération définie par la loi, une différence secondaire destinée à la démarquer; au lieu d'opérer sur une quantité type de 20 quintaux, on opère par exemple sur une quantité type de 10 quintaux. Mais peut-on en bonne justice considérer comme une différence secondaire celle qui résulte de l'absence d'un terme fixe, de l'exclusion des usances de la Bourse, de l'absence d'une cote officielle et de cours officiels de compensation. La différence porte ici non pas sur un point secondaire, mais sur les trois points essentiels par lesquels l'art. 48 définit l'opération à terme de bourse. Et dès lors ne faut-il pas voir dans ces opérations à livrer ce genre d'opérations à terme, que la commission d'enquête a connues, dont elle a expressément parlé, et qu'elle n'a cependant pas comprises dans sa définition légale.

De là à conclure que le Reichsgericht fait la loi lorsqu'il annule ce genre d'opérations, il n'y a qu'un pas, et ses adversaires ont vite fait de le franchir. On l'accuse de sortir de son rôle de juge pour usurper celui du législateur. Une loi est-elle malfaite, c'est au législateur et non au juge à la refaire.

On a vite fait d'abord de répondre à l'argument malencontreusement tiré du Digeste. Les Romains n'ont pas connu le principe de la séparation des pouvoirs. Dans nos sociétés modernes le rôle du juge est plus modeste: il se borne à l'interprétation des lois (1). Et les jurisconsultes allemands distin-

(1) Laband, *Deutsche Juristenzeitung*. Jahrg. V n° 15, p. 331. s.

guent alors au point de vue des pouvoirs d'interprétation du juge deux catégories de lois: celles qui visent un but déterminé; celles, les plus fréquentes qui visent seulement un acte juridique. Les premières s'efforcent d'atteindre un fait économique par tous les moyens: c'est le cas des lois sur l'usure par exemple, les autres s'efforcent d'atteindre leur fin économique à travers certains actes juridiques.

Certains jurisconsultes distinguent les premières lois des secondes en les qualifiant de lois de but (1). D'autres préfèrent les expressions plus métaphysiques de lois apodictiques et non apodictiques: le Bœrsengesetz se serait proposé, non d'atteindre un but économique, mais seulement certains actes juridiques. La définition légale placée en tête du titre IV en est la preuve, et seuls les actes juridiques correspondant à cette définition tombent sous le coup de cette loi.

Telle est l'argumentation d'un parti important de la doctrine; nous espérons ne l'avoir en rien affaiblie, et, peut-être même l'avoir, sur certains points, fortifiée en la dépouillant de ce qu'elle a d'obscur, et parfois de confus chez ses partisans d'Outre-Rhin.

Dans l'examen auquel nous allons la soumettre, nous commencerons par lui reconnaître une qualité: elle pose nettement le problème en lui conservant sa forme juridique: l'article 48 contient-il une définition légale et, dans ce cas les opérations à livrer tombent-elles sous le coup du Bœrsengesetz?

Nous concéderons aux partisans de cette opinion que l'art. 48 contient une définition légale des opérations à terme de bourse. Sans doute, la diversité d'expression dont s'est servi le législateur : « borsentermingeschäfte, bœrsenmässige Ter-

(1) Wermert. *Ueber die Wirkungen*. art cit. de *Revue de Conrad*, 1901 p. 808.

minhandel, etc., etc. (1), permettrait une discussion sur ce point: mais ce serait plutôt à vrai dire une chicane qu'une véritable discussion. Mais ceci posé, nous allons démontrer contre cette doctrine: 1° que les opérations à livrer sont identiques au fonds aux opérations à terme de bourse; 2° que le législateur les a, en effet prévues et que sa volonté a été de les atteindre. Nous concéderons alors volontiers à M. Wermert que la loi sur la bourse est une loi de but, à M. Staub, qu'elle est une loi apodictique, pour employer leurs expressions.

La situation des opérations à livrer en face des opérations à terme de bourse, proprement dites, présente la plus grande analogie avec celles des donations indirectes ou déguisées vis-à-vis des donations proprement dites. Identiques par le fonds, les opérations à livrer telles qu'on les pratique en Allemagne depuis 1897, ne présentent avec les opérations à terme de bourse que des différences de forme. Dans nos législations modernes, de telles différences ne sauraient être traitées comme des différences essentielles. Qu'on n'objecte donc pas le passage du rapport de la commission d'enquête, d'après lequel le législateur a entendu assimiler aux opérations à terme de bourse, les seules opérations à livrer ne présentant avec ces dernières que des différences secondaires. C'est ici le cas ou jamais de procéder à cette assimilation. L'analyse minutieuse du bordereau à laquelle nous avons déjà procédé nous a montré, en effet, avec quelle fidélité sont reproduites les usances de la Bourse. Le deuxième trait de la définition de l'art. 48 existe donc en fait et dans le fonds, sinon dans la forme. En est-il de même des deux autres: cote officielle, fixité du terme? Depuis la réouverture de la bourse des marchandises, il

(1) cf. Weber. V° *Bœrsengesetz* dans *Supplément au Dictionnaire de Conrad.*

existe à nouveau une cote officielle, et les valeurs sur lesquelles on conclut des opérations à livrer sont le plus souvent cotées à une cote officielle. Nous voulons bien, que, dans certains cas, rares, toute cote officielle fasse défaut; mais on a vite fait de lui trouver un succédané, témoin ces cotes de cours publiées dans les journaux et communiquées aux intéressés chaque jour après la fermeture de la bourse des marchandises de Berlin. La cote est alors l'œuvre de ces associations créées pour organiser une spéculation en marge de la Bourse. Ici encore, une simple différence de forme sépare le marché à livrer du marché à terme de bourse. La seule objection sérieuse contre une assimilation de fonds entre les opérations à livrer et les opérations à terme résulte de l'absence dans certains cas d'un terme fixe. Le droit à un délai se concilie mal avec les nécessités de la spéculation. La réponse du Reichsgericht qui voit dans ces opérations des opérations à terme fixe parce qu'elles « sont prolongées à terme fixe », nous semble une pure subtilité juridique. Au surplus, si, dans le bordereau qui lui a été soumis et sur lequel il a statué, le délai était, par avance, limité par les parties, à deux jours, il ne l'est pas par les textes. Les textes parlent d'un délai modéré, sans autre précision. L'autre argument, tiré des conditions dans lesquelles l'art. 356 au Code com. all., reconnaissait le droit à un délai, a perdu toute force depuis le vote du nouveau code civil: l'art. 326 ne dit plus: si « les circonstances le permettent »; le droit à un délai est absolu. En réalité, cette objection n'est nullement décisive et la réponse nous est fournie par l'un des adversaires les plus décidés de cette jurisprudence: M. Riesser, avocat, directeur de la Bank für Handel und Industrie. Voulant prouver contre l'arrêt du 28 octobre 1899, que « les circonstances de bourse » comportent parfaitement l'octroi

d'un délai. il nous affirme que de semblables délais sont de pratique courante à la Bourse. Nous nous en rapportons à son autorité (1). Mais alors pourquoi refuser l'assimilation des opérations à livrer avec les opérations à terme de bourse, sous prétexte que « tout délai est incompatible avec les exigences de la Bourse. »

Cependant nous préférons à cet argument le fait qui nous a été affirmé par plusieurs hommes d'affaires allemands: la partie qui use du droit à un délai est immédiatement discréditée dans les milieux commerciaux et l'on refuse à l'avenir, de traiter avec elle. Elle est mise à l'index. Le droit à un délai est donc un droit beaucoup plus théorique que pratique, et l'opération à livrer des art. 354-356 présente en fait les caractères d'une opération à terme fixe. Et, dans ces conditions, les opérations à livrer présentent avec les opérations à terme de bourse de telles ressemblances de fonds que nous les soumettrons à toutes les règles de fonds édictées pour les opérations à terme de Bourse. A côté des opérations à terme de Bourse proprement dites, nous admettrons l'existence d'opérations à terme de Bourse indirectes, ou, si l'on préfère, déguisées.

Toutefois, cette assimilation de fonds des opérations à livrer avec les opérations à terme n'est possible que dans la mesure où le législateur n'a pas exprimé la volonté contraire. Or, les auteurs, dont nous critiquons l'opinion, prétendent que la commission d'enquête sur la bourse a prévu ces opérations à livrer, et les a cependant laissées en dehors de la définition légale des opérations à terme de bourse. Nous avons déjà eu l'occasion de remarquer qu'elle a entendu laisser en dehors les seules opérations à livrer présentant

(1) Riesser. *Die Handelslieferungsgeschfæte*. op. cit. p. 24 et 25.

avec le marché à terme de bourse des différences secondaires. Tel ne nous a pas paru être le cas des opérations soumises à l'appréciation du Reichsgericht. Sans doute, le Reichsgericht soutient que la loi sur les Bourses n'a pu prévoir des opérations encore inexistantes; et ses adversaires démontrent qu'elles existaient. Le rapport de la commission d'enquête le prouve. Nous l'admettons. Mais nous en concluons qu'elle a, par suite, entendu les atteindre en stipulant que les opérations présentant des différences secondaires avec les opérations à terme de Bourse, tomberaient sous le coup de la définition légale par elle donnée.

Voici, en effet ,comment les faits se sont présentés devant la commission d'enquête. Certains membres crurent caractériser les opérations à livrer du droit commercial de la façon la plus heureuse en montrant que l'opération à livrer repose sur les rapports personnels des contractants, est conclue sur échantillon, se termine par une livraison effective, emporte toujours le droit à un délai en cas d'inexécution, et donne droit, dans ce cas, à des dommages calculés, « in concreto » et non à des dommages fixés à priori, in abstracto, à la différence des cours (1). Là dessus, on ne manqua pas de faire remarquer que certaines opérations à livrer s'écartaient sensiblement de cette définition, pour se rapprocher des opérations à terme de Bourse, et, lorsqu'on eut décidé de donner une définition légale des opérations à terme de Bourse, on s'empressa d'ajouter que les opérations à livrer présentant avec les opérations à terme de Bourse « stricto sensu », des différences peu importantes, tomberaient aussi sous le coup de la loi. Si donc certaines opérations à livrer restent en

(1) *Bericht der Bœsen-Enquête Kommission* op. cit. p. 110 et 111. et critique dans Rosenstern *Das Bœrsengesetz und seine Umgehung*. op. cit. p. 27 et 28.

dehors de la réglementation du Bœrsengesetz, ce sont les opérations à livrer de la première catégorie, c'est-à-dire les opérations à livrer effectives. Les secondes, au contraire, sont celles que la commission d'enquête a expressément visées dans son rapport. Le rapport a, du reste, fait mieux que mentionner la possibilité de substituer aux opérations à terme de Bourse certaines opérations à livrer. Il a aussi prévu l'organisation d'un véritable marché à terme en dehors de la Bourse au moyen d'associations privées. Il se montrait ainsi d'une singulière perspicacité: la Bourse de Berlin ayant supprimé le marché à terme sur peigné de laine, une association privée, l'organisait à Leipsig; et, au moment où la commission délibère, il subsiste, malgré les fileurs et les fabricants de peigné, c'est-à-dire malgré les véritables intéressés. « Les banques en effet, y trouvent l'avantage de pouvoir opérer des placements temporaires de capitaux. »

Qu'on ne nous objecte pas, du reste, que le Bœrsengesetz n'est pas une loi de but ou une loi apodictique. La façon dont nous avons posé la question et dont nous y avons répondu, nous immunise contre une critique de ce genre. Mais, sur ce terrain lui-même, l'argumentation des adversaires de la jurisprudence est extrêmement précaire. Car, après avoir admis l'utilité de donner une définition légale de l'opération à terme et avoir assimilé certaines de ces opérations à livrer à ces opérations à terme, le rapport ajoute: « On peut laisser au juge le soin d'appliquer cette définition; *il saura obvier à ce qu'on empêche la loi d'atteindre le but qu'elle vise.* » Et cette phrase, qu'on ne saurait souhaiter plus nette et plus catégorique, termine précisément le paragraphe du rapport de la commission d'enquête, déjà cité, et d'où les adversaires de la jurisprudence prétendaient tirer sa condamnation: « Aucun juge ne refusera à ces opérations le caractère d'opérations à terme de bourse, dit en effet le rapport (cf. p. 55 de cette

étude) « ...ce serait le cas si l'opération était conclue, non d'après la quantité fixée par les usances, mais d'après une quantité différente d'un centner. On peut laisser au juge le soin d'appliquer cette définition; il saura obvier à ce qu'on empêche la loi d'atteindre le but qu'elle vise. »

Les adversaires de la jurisprudence citent le paragraphe, mais oublient la dernière phrase. Elle nous paraît cependant loin d'être indifférente.

Ainsi, et pour nous résumer, les travaux préparatoires et le texte de la loi nous conduisent à admettre que l'art. 48 renferme une définition légale des opérations à terme de Bourse. On doit, dans l'intention du législateur, comprendre dans cette définition les opérations à livrer du droit commercial que l'on peut considérer, quant au fond, comme de véritables opérations à terme de Bourse. A côté des opérations à terme de Bourse proprement dites, il existe des opérations à terme de Bourse indirectes ou déguisées. Identiques par le fond, elles sont soumises aux règles de fond qui régissent les opérations à terme de Bourse. Distinctes par la forme, elles échappent aux règles de forme applicables aux opérations à terme de bourse. Nous verrons bientôt que cette distinction a une portée pratique.

§ 2. LES OPÉRATIONS AU COMPTANT

(Grosskageschaeft-Kontogeschaeft)

Verrons-nous également des opérations à terme de bourse indirectes ou déguisées dans le nouveau succédané que l'on essaie de leur trouver sous la forme d'opérations au comptant?

Remarquons dès l'abord qu'elles ne se pratiquent que sur les valeurs et distinguons-en immédiatement deux grandes catégories: les grosses opérations au comptant (grosskassages-

chäft) et les opérations au comptant en compte-courant (kassakorrentgeschäft ou kontogeschäft).

A). *Les grosses opérations au comptant.*

Elles ont été imaginées après le vote de la loi sur la Bourse. Ce sont des opérations au comptant, dans lesquelles la livraison de la valeur et le paiement du prix sont différés à une échéance déterminée, le plus souvent au lendemain, mais parfois à une échéance plus lointaine. L'acheteur est propriétaire, le vendeur dessaisi le jour du contrat: mais le vendeur ne livre qu'à l'échéance et l'acheteur ne paie le prix qu'à l'échéance. A l'échéance, le vendeur se trouve gagner si les cours ont baissé: il touche, en effet, une somme supérieure à celle qui lui est nécessaire pour acheter un titre analogue à celui qu'il vient de livrer. Il perd dans le cas contraire. L'acheteur gagne, au contraire, quand les cours ont haussé; il peut revendre plus cher qu'il n'a acheté. Ces sortes d'opérations peuvent être prolongées: il suffit aux parties de reporter à une nouvelle date la livraison et le paiement. Mais cette date, aussi bien que l'échéance première, sont librement choisies par les parties: elles ne sont pas nécessairement le dernier jour du mois. Lorsque les parties remplissent leurs engagements, elles ont recours au « compte-virement d'effets déposés » d'une grande banque berlinoise: le Berliner Kassenverein. Les personnes ayant un « compte-dépôt de valeurs » (Giro-Effekten-Konto) à cette banque disposent de leurs valeurs de trois façons: elles les retirent, les transfèrent à un autre titulaire d'un compte, elles empruntent sur leurs valeurs. Elles réalisent toutes ces opérations en tirant des chèques, dont la couleur varie suivant l'opération réalisée. Le chèque blanc sert à retirer les titres,

le chèque rouge à en ordonner le transfert à un autre compte, un chèque vert grève les titres d'un droit de gage au profit de la personne qui a consenti une avance sur ces titres (1). On aperçoit déjà que le chèque rouge est l'auxiliaire tout indiqué du règlement des grosses opérations au comptant. Les spéculateurs au comptant tirent à l'échéance un chèque rouge au profit de leur acheteur, et l'acheteur tire un chèque ordinaire du montant du prix au profit du vendeur. L'acheteur est crédité des titres, le vendeur du prix. Le Kassenverein se charge alors d'opérer la compensation de ces différents chèques dont un grand nombre se neutralisent.

Ces opérations portent sur une somme minimum, en général, 15.000 marks. De là leur nom de grosses opérations au comptant. Elles sont conclues à un prix différent du cours du comptant de la Bourse. Depuis qu'elles existent, il s'est, en effet, établi à côté de la cote ordinaire et traditionnelle, enregistrant un cours unique par séance, une cote du trafic au comptant libre (frei Verkehr) enregistrant autant de cours différents qu'il y a de prix distincts stipulés. La première est établie entre une heure et demie et deux heures; la deuxième immédiatement après. Les parties concluent des opérations et contre-opérations dans une même séance de Bourse, dont la liquidation peut s'opérer par simple différence.

Verrons-nous dans ces grosses opérations au comptant des opérations à terme de bourse indirectes ou déguisées?

A lire les auteurs qui traitent de la question, le Reichsgericht admettrait, en effet, la validité de ces opérations et les traitaient comme des opérations au comptant pour le fonds et pour la forme (2). Tout récemment encore, dans un article de la revue Bank-Archiv. de 1907 M. Neukamp professe que le

(1) cf. *Denkschrift des Berliner Kassenvereins* 1850-1900. p. 136 et 137.
(2) Arrêts du 1 janv. 1902. *Bank-Archiv*. t. p. 119, 8 mars 1902. *Bank-Archiv*. I p. 38, 4 juin 1901. *Juristische Wochenschrift*, p. 115. n° 11, 8 Octobre 1902. *Entscheidungen* t. 52, p. 250, 1 janvier 1905. *Bank-Archiv*. t. 1, p. 167.

Reichsgericht considère ces opérations comme valables (1). Dans son dernier état qui nous est donné par un arrêt récent du 9 avril 1906 (2), la jurisprudence nous paraît infiniment moins affirmative qu'on ne le prétend. La jurisprudence ne pose pas en effet la question sur le terrain des principes; elle la pose, comme elle en a coutume en ces matières, sur le terrain des faits: or, dans l'espèce qui lui a été soumise, il a été impossible au défendeur de prouver que cette opération présentait les caractères d'une véritable opération à terme de bourse. Il n'a pu notamment démontrer que cette opération s'était terminée par « une simple compensation ou par le paiement d'une différence. » Non seulement il n'a pu le prouver; mais le demandeur, vendeur des titres était tellement en situation de tenir ses engagements qu'à l'échéance, il a vendu, pour se couvrir, les titres, qu'il tenait à la disposition de l'acheteur. Et il les a vendus au comptant. C'est dans ces conditions que le Reichsgericht a validé une opération au comptant dont l'exécution avait été différée, et même différée à plusieurs reprises. Mais cette prolongation de l'échéance est apparue au Reichsgericht comme l'équivalent de l'octroi d'un délai (Stundung) ; les commissions perçues lors de ces renvois d'exécution sont considérées comme le prix de la concession de ces délais.

Peut-on inférer de cet arrêt que le Reichsgericht admet la validité juridique des grosses opérations au comptant. Il s'agit là d'un arrêt d'espèce et il ressort clairement de ses termes que si le demandeur avait prouvé que l'opération devait se solder par une compensation ou une différence, il eut admis ses prétentions et son pourvoi. Reste donc à

(1) Neukamp. *Zum zehnjaerigen Jubilæum des Bœrsengesetzes. Bank-Archiv.* t. VI, 1906-07, p. 67-71.

(2) Bank-Archiv. t. VI, 1906-07, p. 190 et 191.

savoir si, dans le fonds, les opérations au comptant présentent les traits fondamentaux de la définition de l'art. 48: terme fixe, usances, cote de cours.

Après bien des hésitations, nous optons pour la négative. Que l'opération soit conclue à terme fixe, cela n'est pas douteux: ce renvoi de l'exécution à un délai déterminé équivaut à la conclusion d'une opération à terme fixe. Qu'on n'objecte pas que le prix stipulé et payé est le cours coté au jour du contrat. Il en est de même dans l'opération à terme: à l'arrivée du terme, l'acheteur est tenu de payer le prix porté du contrat le jour même de sa conclusion. Sans doute, l'opération à terme est susceptible d'être liquidée par compensation, prolongée. Mais nous avons vu qu'il en est encore de même de ces opérations au comptant. Elles sont conclues sur des quantités minimum comme les opérations à terme. Les conditions dans lesquelles elles sont conclues et liquidées, rappellent, à s'y méprendre, les usances de bourse. Elles ont enfin, une cote en bourse, et cette cote varie comme celle du terme pendant une même séance de bourse. Par tous ces traits elles rappellent à s'y méprendre, les opérations à terme de bourse. Nous nous refuserons cependant à les assimiler, même pour le fonds, à ces opérations. Dans sa définition légale, le législateur allemand entend certainement par terme fixe un terme non seulement fixe, mais en même temps, uniforme. Or, ces opérations au comptant ne sont pas conclues à un terme uniforme: ce n'est pas toujours en fin de mois, tant s'en faut, que leur exécution est nécessairement, et même pratiquement, différée. Les statistiques du Kassenverein en témoignent de la façon la moins contestable (cf. infra, cette étude). D'autre part la liquidation par compensation dont nous avons esquissé le mécanisme, n'est possible que dans la mesure où les partis ont un compte

dépôt de titres au Kassenverein. Or, l'ouverture d'un compte à cette manière de Clearing-House n'est pas accordée à tout venant. Le § 21 du Règlement du Compte virement sur titres du Kassenverein, exige, en effet comme condition de cette ouverture: 1° l'inscription sur le Registre du Commerce (Handelsregister), c'est-à-dire la qualité de commerçant; 2° l'admission, par une commission spéciale, qui décide souverainement et sans motiver sa décision (1).

Par toutes ces particularités, la grosse opération n'est accessible qu'à un nombre restreint de spéculateurs. Le vœu du Bœrsengesetz: protéger les profanes contre les tentations de la spéculation est rempli dans une très large mesure. Et voilà pourquoi nous refuserons de les assimiler, même quant au fonds à des opérations à terme de bourse.

Devra-t-on les traiter comme des opérations de jeu et leur appliquer l'art. 762 (C. civ.); c'est là une question que nous nous interdisons d'examiner. Car notre sujet est limité au titre IV du Bœrsengesetz. Notons cependant « transeundo » que le Reichsgericht procède à cette assimilation (2).

B). Opérations au comptant en compte-courant.

Elles ont été imaginées comme les précédentes, depuis le vote du Bœrsengesetz. Elles se rapprochent d'elles par bien des côtés: mais une opération de crédit se greffe sur l'opération au comptant pour la transformer en opération à terme. Ce genre d'opération est surtout pratiqué par les Maklerbanken ou banques de courtage. La banque se porte le plus souvent contre-partie et il s'agit en réalité d'une sorte de marché en banque.

(1) cf. *Denkschrift des Kassenverlin*, op. cit. p. 129.
(2) cf. arrêts cités, p. 65 de ce travail.

L'opération initiale est ici, comme dans l'hypothèse précédente, une opération au comptant. Mais sur cette opération s'en greffe une autre en compte-courant: au lieu de prendre livraison et de payer le prix le jour suivant, les parties renvoient le règlement de l'opération à la fin du mois: le vendeur est crédité à son compte-courant du prix des valeurs. L'acheteur n'a pas, du reste, pour cela payé le prix et pris livraison des valeurs; il s'agit là d'une simple opération d'écriture. Le vendeur n'a pas livré les titres, mais comme l'acheteur ne paie pas le prix, son co-contractant se trouve de ce fait son créancier; l'acheteur paiera donc à son vendeur les intérêts du prix d'achat jusqu'au jour du règlement définitif, c'est-à-dire jusqu'à la fin du mois. Mais, l'acheteur, d'autre part, est censé propriétaire des valeurs du jour du contrat, et s'il ne les a pas plus reçues qu'il n'a payé le prix, on le traite cependant comme un véritable propriétaire des valeurs; il a donc droit à bénéficier de tous les avantages attachés à cette qualité; il a droit, notamment aux intérêts et aux dividendes. Ici trouve place l'exposé d'une particularité du marché financier allemand: en France, en Angleterre, en Belgique la cote en Bourse tient compte des coupons attachés aux titres et des intérêts ou dividendes déjà courus. Il n'en est pas de même en Allemagne: le vendeur doit toujours à l'acheteur le prix, moins les intérêts et dividendes déjà courus, que l'on appelle « Stückzinsen »; le taux de ces intérêts varie suivant les valeurs. Il est généralement de 4 0/0. Le vendeur au comptant en compte-courant se trouve donc créancier envers l'acheteur: 1° des intérêts et dividendes courus jusqu'au jour de la conclusion du contrat; 2° des intérêts du prix d'achat à partir de la conclusion du contrat.

Dans ces opérations, la banque fait en général la contre-

partie: si elle joue le rôle d'acheteur les intérêts qu'elle paie à son vendeur (Debetzinsen) sont de 1 0/0 moins élevés, que ceux qu'elle reçoit de son acheteur lorsqu'elle joue le rôle de vendeur (Kreditzinsen). Le taux d'intérêt est fixé par les Maklerbanken: il se règle sur celui de la Reichsbank.

Ces opérations peuvent porter sur des quantités quelconques, mais en fait elles portent toujours sur un minimum de 15.000 mk.

Les cours sur la base desquels elles sont conclues sont les mêmes que ceux des grosses opérations au comptant; avec une différence cependant: les parties tiennent compte dans la fixation du prix du calcul d'intérêts, dont il a été déjà parlé. Les parties constatent l'opération conclue au moyen d'un échange de formules (formular), par lesquelles elles se reconnaissent respectivement débiteur et créancier.

Quatre jours avant l'échéance elles doivent indiquer, si elles entendent livrer, prendre livraison, payer la différence, prolonger leurs opérations, en concluant une nouvelle opération. On évite ainsi les étranglements. Les banques arrêtent leurs livres, fixent les soldes de valeurs à livrer ou à recevoir. Le troisième jour avant l'échéance on procède à la liquidation d'après les cours de compensation fixés par les Maklerbanken et les clients reçoivent un bon à toucher ou à payer suivant les cas. Le deuxième jour avant l'échéance les réclamations sont admises entre cette compensation et les effets à livrer sont préparés. Le jour de l'échéance on procède à la livraison des valeurs. le lendemain au paiement des différences.

Considérerons-nous ces opérations au comptant en compte courant comme des opérations à terme de bourse indirectes?

La jurisprudence du Reichsgericht dans son premier état s'est prononcée en faveur de l'affirmative. Mais dans son état le plus récent, elle semble devenir éclectique. Par un arrêt du

7 décembre 1899, la septième Chambre du Reichsgericht avait déjà assimilé ces opérations à des opérations à terme: mais il s'agissait dans l'espèce non de savoir si ces opérations devaient être soumises aux dispositions du Bœrsengesetz, mais quel droit de timbre devait leur être appliqué. Le premier arrêt qui statue sur le premier point, date seulement du 21 décembre 1901. Il assimile ces opérations à des opérations à terme de bourse. Sans doute des opérations peuvent être conclues au comptant et le vendeur dans l'intérêt de l'acheteur, consentir à ne toucher son prix que dans certain délai, et notamment en fin de mois. Mais « si entre une banque et son client, il est convenu d'une façon générale pour les opérations au comptant à intervenir entre eux, soit expressément, soit tacitement que les réglements de compte aurait lieu en fin de mois, on doit voir là en principe l'accord des parties de ne pas livrer les valeurs achetées ou vendues en fin de mois; ces opérations peuvent revêtir la forme d'opération au comptant, elles sont en réalité des opérations à terme » (1). Or des circonstances de la cause, il résulte que les parties ont, dans l'hypothèse soumise au Reichsgericht, entendu conclure une opération à terme: les opérations portaient sur 15.000 ou 30.000 mk; leur liquidation était renvoyée en fin de mois. On s'en référait à la cote du frei Verkehr. C'est donc bien une opération à terme que les parties ont entendu conclure. Cet arrêt semble poser un principe: les opérations en compte-courant doivent être traitées comme des opérations à terme, lorsque dès l'origine, les parties ont eu l'intention de liquider l'opération par une simple compensation (2). Nous serions d'autant plus tenté de le croire, qu'une telle jurisprudence

(1) *Entscheidungen des Reichsgerichts*. t. 59, p. 321-325 et notamment p. 323.
(2) Neukamp. art. cit. de *Bank-Archiv*. t. VI, p. 68.

cadre complètement avec la décision du Reichsgericht en matière de grosse opération au comptant: il refuse d'appliquer les principes du Bœrsengesetz à une grosse opération au comptant, parce que l'auteur du pourvoi ne pouvait prouver la liquidation par compensation. Ce point admis, nous ne verrons pas avec M. Neukamp, un revirement de la jurisprudence du Reichsgericht dans le fait d'avoir par un arrêt du 12 avril 1906, considéré comme une question de fait le point de savoir si les opérations en compte courant sont ou ne sont pas des opérations à terme (1).

L'arrêt de 1904 a posé un principe et une définition des opérations en compte courant que le Reichsgericht assimile à des opérations à terme: le juge a donc, dans chaque hypothèse, à se demander, si l'opération litigieuse est bien une opération devant se liquider par simple compensation de cours. Et cette question est une question de fait, non une question de droit. Nous ne verrons pas davantage un revirement de la jurisprudence du Reichsgericht dans un arrêt du 27 septembre 1905 (2): la Cour de cassation allemande valide par cet arrêt des opérations en compte courant dans lesquelles l'acheteur de valeurs en compte courant, au lieu de se faire débiter en compte courant du prix des valeurs achetées signait des lettres de change du montant du prix d'achat, et se faisait créditer des valeurs en compte courant.

L'acheteur prétendait obtenir le remboursement de ces lettres de change, sous le prétexte qu'il s'agissait là d'opérations à terme. La Cour de Cassation se refuse à admettre cette prétention: il n'y a pas opération à terme: car l'acheteur pouvait dès le jour de la conclusion de l'opération exiger la

(1) *Bank-Archiv.* t. V. p. 12.
(2) *Bank-Archiv.* t. V, 1905-06 p. 86.

livraison des titres, et le vendeur avait le droit, comme il l'a fait, de disposer du prix, et notamment de négocier les lettres de change, qu'il avait reçues au lieu et place du paiement. Il ne ressortait pas enfin des circonstances de la cause, que cette opération dut se régler à un terme déterminé et fixe. Sans doute, à la fin du mois le compte de l'acheteur a été débité d'une commission de report de 1 0/0; mais il faut voir dans cette commission la contre partie de la prolongation d'un crédit dont le débiteur n'avait pas couvert son créancier, Rien ne dénote une évolution de la jurisprudence: Ces opérations en compte courant ne se terminaient pas par une simple différence de cours. L'acheteur en payait le prix dès le jour de la conclusion du contrat. Le Reichsgericht fidèle à sa jurisprudence en ces matières les valide.

Mais nous n'en dirions pas autant d'un arrêt tout récent du 27 avril 1907 (1), qui malgré l'obscurité de ses termes semble bien indiquer un revirement complet dans l'opinion du Reichsgericht. Cet arrêt commence par poser en principe que l'opération au comptant est une opération au comptant sincère; car seul le paiement du prix est différé. Ceci posé la première opération a été prolongée sous la forme d'une opération inverse: A avait acheté à B; en fin de mois, B, a vendu à A. Si l'on considère ces deux opérations simultanément l'opération primitive prend en effet le caractère d'une opération à terme, liquidée par une simple compensation de cours: A a acheté, au cours du 10, par exemple, il revend au cours de 15 fin de mois. Il se trouve toucher une différence comme dans l'opération à terme. Mais, la face des choses change si l'on envisage ces opérations séparément; et dans ces conditions, il s'agit bien de deux opérations au comptant. Si notre interpré-

(1) *Bank-Archiv.*, n° 15 juin 1907, t. VI 1906-1907, p. 212.

tation de l'arrêt du 27 avril 1907 est exacte, une opération liquidée par une simple compensation de cours, cesse d'être pour le Reichsgericht une opération à terme. Il faut y voir une double opération au comptant, dont la seconde est l'inverse de la première. Mais, nous le répétons, l'arrêt est obscur.

Nous avons cependant une excellente raison de croire, que notre interprétation est exacte; car l'arrêt de la Cour d'appel, que casse cet arrêt de cassation, avait décidé dans le sens de l'arrêt du 21 décembre 1904 et l'avait expressément invoqué. Et l'arrêt du Reichsgericht mentionne son arrêt du 21 décembre comme statuant dans le même sens que la cour d'appel, dont il infirme la décision.

Devons-nous dès lors, approuver ce revirement ou plutôt ce fléchissement de la jurisprudence? Nous ne le croyons-pas. Les opérations en compte courant présentent en effet, quant au fond les trois traits par lesquels l'art. 48, caractérise les opérations à terme : terme fixe, usances, cote? Elles doivent être soumises aux mêmes règles de fonds. L'opération en compte courant est conclue au comptant sans doute; mais son règlement est renvoyé en fin de mois. Elle peut être prolongée, liquidée par une simple différence; les parties peuvent spéculer, l'acheteur, sans avoir le prix, le vendeur, sans avoir les valeurs. Elles portent sur des quantités minima de 15.000 Mk. Elles ont une cote. Par tous ces points elles se rapprochent des opérations à terme de bourse, au point de se confondre avec elles par le fonds. Les règles de fonds édictées par le Bœrsengesetz doivent être appliquées aux opérations en compte courant conclues dans les conditions que nous avons eu l'occasion de décrire.

* * *

Ainsi, et pour nous résumer, il faut entendre par opération à terme de bourse « les acquisitions ou autres opérations

pour lesquelles on a fixé une date ou un délai de livraison, si ces opérations ont été conclues dans les conditions établies par le comité directeur de la Bourse pour les opérations de bourse à terme, et si une fixation officielle des cours à terme a lieu pour les opérations de cette sorte à la bourse en question. » (Art. 48).

Mais à côté de ces opérations à terme, proprement dites, nous admettons des opérations à terme indirectes ou déguisées. Distinctes par la forme elles se rapprochent par le fonds des opérations à terme, au point de se confondre avec elles. Elles présentent, en effet, les traits essentiels par lequel, le législateur a caractérisé les opérations qu'il entendait soumettre à une réglementation spéciale: terme fixe, usance, cote de cours. Il avait donc même motif de les y soumettre. Et telle a bien été sa volonté.

Reste à savoir ce qu'est cette réglementation. Relative à un contrat, porte-t-elle à la fois sur le consentement, la cause, l'objet, la capacité ou seulement sur quelques-uns de ces éléments du contrat? Ses règles ne concernent que la capacité et l'objet.

CHAPITRE III

Capacité de conclure des Opérations à terme. Le Registre de Bourse

La loi sur la Bourse élargit en un sens, restreint dans l'autre la capacité de droit commun en matière de contrats et obligations. Elle la restreint pour éloigner de la Bourse les éléments incompétents; elle l'élargit en vue d'accorder pleine sécurité juridique et pleine liberté aux spéculateurs autorisés. Ce double but est atteint au moyen d'une institution toute neuve, mais très originale: le registre de bourse.

C'est cette institution que nous allons étudier plus en détail en précisant ses origines, les personnes soumises à la nécessité d'être inscrites, les formalités de l'inscription, les conséquences de l'inscription et celles du défaut d'inscription.

SECTION I

ORIGINE DU REGISTRE

Les longues discussions de la commission d'enquête l'avaient convaincue de l'utilité économique du marché à terme; le marché à terme sur valeurs atténue les brusques fluctuations de cours, amène une meilleure appréciation des valeurs, permet aux capitaux disponibles de se placer immédia-

tement, et sinon, de se placer en reports. Le marché à terme sur marchandises, égalise les prix, sert d'assurance aux producteurs, répartit l'offre et la demande au mieux des intérêts des producteurs et des consommateurs. Il n'est pas jusqu'aux opérations les plus contestables au point de vue économique pour lesquelles certains membres de la commission n'aient réussi à découvrir un rôle légitime et utile. Les opérations à prime vivement attaquées (1), comme favorisant le jeu en limitant le risque furent défendues par MM. Kopetzky, Benary, Bamberger (2), elles constitueraient un mode d'assurance meilleur marché que l'opération à terme sur différence. La commission d'enquête reconnaissait donc au marché à terme un rôle légitime sous toutes ses formes. Mais si elle reconnaissait sa nécessité économique, elle constatait aussi les abus dont il devient trop facilement l'instrument: il favorise le jeu; l'appât de gros bénéfices sans travail, encourage des gens que leur profession ne désigne nullement pour cela, à spéculer à terme. Subissent-ils des pertes, ils dissipent leur patrimoine; réalisent-ils un gain, ils donnent l'exemple pernicieux d'un enrichissement sans travail. Dans les deux cas, le marché à terme est condamnable.

Or, ce mal s'était considérablement développé en Allemagne, dans les années qui précèdent le mouvement antitermiste. Lors de la première discussion au Reichstag, M. Von Cuny cita des faits prouvant tout le danger de la spéculation à terme. Dans le sud de l'Allemagne, des agents de maisons de commission de Berlin parcouraient les villages et vantaient aux gens les opérations à terme de bourse; des domestiques, des comptables peu fortunés se laissaient séduire. Mieux que

(1) *Stenographische Berichte*, p. 1.080, 1.081 s., 2067, 2.215, 2.256, 2.522, 2.909 s., 2.663 et s., 3.150 et 1., 3. 572 et s.

(2) *Stenographische* cit. p. 131-135, 139, 676.

cela, une maison de commission s'adressait aux bourgmestres de différentes petites villes pour les prier de lui envoyer le nom des habitants à peu près à l'aise de leur commune (1). La spéculation tendait à pénétrer dans les couches les plus profondes de la société. Officiers, fonctionnaires, artisans, boutiquiers, tous étaient progressivement gagnés par la passion de spéculer à terme. Que faire? Supprimer le marché à terme de bourse ? Cette suppression priverait le commerce et la banque d'un rouage indispensable à leur bon fonctionnement. N'avait-on pas du reste déjà essayé inutilement de frapper la spéculation illégitime au moyen de l'exception de différence? On écarta donc devant la commission d'enquête toute idée d'intervention contre un acte déterminé. Mais on ne désespérait pas pour cela d'opérer un départ entre la spéculation légitime et la spéculation illégitime. La légitimité ou l'illégitimité d'une spéculation dépendait, non de sa forme juridique mais de la qualité des personnes qui la concluent. Les négociants, les banquiers, les industriels sont dans leur rôle de spéculer; on leur doit pleine sécurité et pleine liberté juridiques. Il n'en est pas de même du fonctionnaire, de l'officier, de l'artisan; ils représentent à la Bourse la spéculation incompétente qui voit dans le marché à terme un jeu de hasard, et rien de plus. Les éliminer, c'était par là même éliminer le jeu de bourse. On imagina le registre de bourse: pour être capable de spéculer à terme, il fallut être inscrit sur le registre, et ce registre fut public. Un officier, un fonctionnaire, se risqueraient-ils à laisser surprendre leur nom sur cette liste de spéculateurs de profession. L'idée était géniale. Elle séduisit le Reichstag qui l'adopta. Mais il alla plus loin que la com-

(1) Disc. au Reichstag, IX Leg. IV Session, t. I, séance 10 janvier 1896, p. 227.

mission d'enquête et soumit à l'inscription, non seulement la spéculation sur marchandise, mais aussi la spéculation sur valeurs. L'officier, le fonctionnaire, l'avocat, quoique capitalistes souvent, ne lui parurent pas être plus compétents pour juger le marché financier, que pour apprécier le marché du blé, de l'alcool ou du café.

SECTION II

PERSONNES DONT LA CAPACITÉ D'OPÉRER A TERME EST SUBORDONNÉE A L'INSCRIPTION SUR LE REGISTRE DE BOURSE.

Tout Allemand, tout individu domicilié en Allemagne, pour acquérir la capacité d'opérer à terme, doit être inscrit sur un registre spécial, le registre de bourse. Cette règle se dégage des art. 54, 55, 66, 68 et 69 B. G. L'art. 55 porte : « On inscrira sur le registre de bourse les noms, prénoms, profession et domicile des personnes qui désirent faire des opérations à terme de bourse sur marchandises et sur valeurs. » Et l'art. 66 déclare nulles les opérations à terme de bourse conclues par des individus non inscrits sur ce registre. Il existe donc, en droit allemand, une obligation d'inscription sur le registre de bourse et la validité de ces opérations est subordonnée à cette inscription. Reste à savoir quel est le caractère de cette règle. Est-elle une règle de capacité? Est-elle seulement une règle de forme? Cette question ne présente pas qu'un intérêt théorique; elle a une importance pratique de premier ordre. Et nous sommes vraiment étonné qu'en présence du silence du législateur, les nombreux jurisconsultes allemands qui ont traité de notre matière, ne se la soient pas posée (1). Règle de capacité,

(1) Seul M. Trumpler se pose la question, mais il ne dégage aucune conséquence de son principe, cf. Trumpler, *Die Differenzgeschaefte*, art. cit. p. 185.

elle est établie au profit de l'incapable et de lui seul; seul, il pourra se prévaloir de son défaut d'inscription; on ne pourra le lui opposer. Règle de capacité, enfin, elle est une règle de fonds, et dans notre opinion nous l'appliquerons non seulement aux opérations à terme de bourse proprement dites, mais aussi aux opérations à terme indirectes ou déguisées.

L'origine du registre telle qu'elle ressort du rapport de la commission d'enquête, des motifs de la loi, de la discussion du Riechstag, du texte lui-même, permet de conclure qu'il s'agit bien ici d'une règle de capacité (1). On a voulu rendre les profanes incapables d'opérer à terme; car, on a estimé cette capacité pernicieuse pour eux. On a voulu faire du public une manière de mineur en matière de spéculations de bourse. Mais cet argument ne serait pas encore décisif s'il ne trouvait un appui et une confirmation dans le texte. Le texte seul contient et exprime la volonté du législateur. Cette confirmation, nous croyons la trouver: 1° dans l'art. 66; 2° dans l'art. 68. L'art. 66 porte, en effet, expressément que l'inscription sur le registre doit exister au moment de la conclusion de l'opération, pour que l'opération soit valable. Or, la capacité et la nullité pour incapacité s'apprécient justement au moment de la conclusion du contrat.

L'art. 68, de son côté, fait de l'obligation d'inscription la condition de la validité de toute opération à terme conclue par un Allemand, même à l'étranger. « Les dispositions de l'art. 66 sont applicables, même lorsque le marché est conclu ou doit être exécuté à l'étranger » (art. 68, al. 1) (2). Par contre,

(1) *Bericht der Bœrsen-Kommission* op. cit. p. 102. *Motifs de la loi sur la Bourse*, p. 22 et 25.

(2) C'est par application de cette règle que le Reichsgericht a annulé des opérations à terme conclues à la Bourse de Londres (arrêt 8 juillet 1899), à la Bourse de Paris (arrêt 25 octobre 1902), à la Bourse de New-York (arrêt du 15 juin 1903). Voir ces arrêts dans *Entscheidungen des Reichsgerichts*. t. XLIV, p. 53-59 ; t. 52, p. 362-365 ; t. 55, p. 183 187.

la validité d'une opération à terme conclue en Allemagne par une personne qui n'y a ni domicile ni établissement industriel est indépendante de toute inscription sur le registre. Pour les personnes qui n'ont ni domicile ni établissement industriel à l'intérieur du pays, l'inscription sur le registre de bourse n'est pas nécessaire à la validité du marché » (art. 68, al. 2). L'obligation d'inscription est donc bien une règle de capacité. Si cette obligation, en effet, constituait une condition de forme exigée pour la validité d'un acte juridique la règle « locus regit actum » eut commandé d'exempter de cette formalité les opérations à terme conclues par un Allemand à l'Etranger. Seules les opérations à terme conclues en Allemagne eussent été soumises à cette formalité. En revanche, elles y eussent toutes été soumises, qu'elles soient conclues par un étranger ou par un Allemand, par un étranger domicilié ou non. En réalité, en écartant expressément l'application de la règle « locus regit actum », le législateur a manifesté clairement l'intention de considérer l'obligation d'inscription comme une règle de fond, et si elle est une règle de fond, elle est évidemment et ne peut être qu'une règle de capacité. L'art. 68, al. 2, contient, en effet l'application d'une théorie démodée en France, mais chère à Savigny et expressément consacrée par l'article 7 de la loi d'introduction au nouveau Code civil allemand, la théorie d'après laquelle l'état et la capacité doivent être régis, en droit international par la loi du domicile (1). L'art. 68 impose l'obligation d'inscription à tout individu domicilié en Allemagne, que cet individu soit Allemand ou étranger. Les

(1) C'est par application de ce principe que le Reichsgericht, refusait par un arrêt récent du 1 juillet 1901, à un Suédois le droit d'invoquer sa non inscription sur le registre de bourse. *Entscheidungen des Reichsgerichts* t. 58, 1905, p. 366-369.

art. 55, 66, 68, 69 édictent donc une règle de capacité que le législateur eut été bien inspiré de formuler en tête de ses prescriptions relatives au registre, dans les termes suivants: tout individu domicilié en Allemagne devient capable de conclure des opérations à terme de bourse par son inscription sur un registre spécial, le registre de bourse. Suivaient alors tout naturellement les prescriptions touchant le fonctionnement de cette nouvelle institution, la sanction de cette obligation.

C'est à l'examen de ces dispositions que nous serions ainsi conduit si certains points de droit international, tout particulièrement pratiques en une matière aussi internationale que la Bourse ne méritaient de retenir notre attention.

L'application du principe que nous venons de poser: Tout individu domicilié en Allemagne devient capable de conclure des opérations à terme de bourse par son inscription sur le registre, soulève, en effet des difficultés assez délicates. Qu'un étranger domicilié en Allemagne et opérant dans une bourse allemande n'acquière la capacité d'opérer valablement à terme que par son inscription sur le registre, cela n'est pas douteux. Qu'un Allemand domicilié à l'étranger soit admis à conclure des opérations à terme de bourse en Allemagne, indépendamment de toute inscription sur le registre. Cela peut paraître douteux; nous le croyons cependant exact. L'art. 68, al. 2, constitue une application directe de la théorie allemande, d'après laquelle l'état et la capacité sont régis en droit international par la loi du domicile. On ne saurait appliquer cette règle aux étrangers et y apporter exception pour les nationaux. Il faudrait pour cela un texte formel: ce texte manque; la loi dans une hypothèse voisine consacre ce principe. Appliquons-le intégralement.

Mais quid au cas où un étranger domicilié en Allemagne

conclut une opération à terme à l'étranger. Un Anglais domicilié en Allemagne spécule par exemple à terme à la Bourse de Londres. La solution dépendra du principe admis par le pays étranger où l'opération est conclue. Le pays admet-il le principe de la loi du domicile, la validité des opérations par lui conclues dans ce pays sera subordonnée à son inscription sur le registre de bourse allemand. Et, comme le droit anglais applique encore ce dernier principe, on arrive à ce résultat curieux qu'un Anglais domicilié en Allemagne pourra opposer à ses contractants à terme de Londres, ou de Liverpool, son incapacité d'opérer valablement à terme pour défaut d'inscription sur le registre de bourse allemand. L'application de la loi de domicile à l'état et à la capacité des personnes, destinée en principe à protéger les nationaux d'un pays contre les incapacités spéciales des étrangers domiciliés dans le pays, se retourne ici contre les nationaux dans l'hypothèse que nous examinons. Et, cependant, est-il possible d'appliquer le principe dans un cas et non dans l'autre. En vérité, peut-être, serait-ce une belle occasion d'appliquer la vieille maxime qu'il ne saurait y avoir de règle sans exception. Et nous ne doutons pas que les Anglais, gens pratiques, n'hésitent pas un seul instant à s'en inspirer. Mais les tribunaux allemands consentiront-ils à accorder l'exequatur à de semblables jugements. Or, c'est là, en réalité, la question la plus pratique; il s'agit, ne l'oublions pas, d'un anglais domicilié en Allemagne, qui a, par suite, ses intérêts et ses biens dans ce dernier pays. On voit à quelles difficultés presque inextricables l'application de la loi sur les bourses peut aboutir. Et, cependant, elles ne sont encore rien à côté de celles que soulève son application quand l'étranger domicilié en Allemagne est national d'un pays qui applique à la capacité la loi nationale en droit international privé. C'est le cas d'un

Français domicilié en Allemagne. Sera-t-il incapable de conclure des opérations à terme valables à la bourse de Paris s'il n'est pas inscrit sur le registre de bourse allemand. Capable en droit français, il est incapable en droit allemand. Nous sommes ici en présence d'un de ces conflits de loi fréquents en droit international et particulièrement pratiques en matière de bourse. L'art. 7 de la loi d'introduction du nouveau Code civil allemand nous permet de résoudre ce conflit et de le résoudre dans le sens de la capacité du Français domicilié en Allemagne; d'après cet article, la capacité d'un étranger doit toujours être appréciée dans le sens le plus favorable à la validité de l'acte. Un Français domicilié en Allemagne reste donc capable d'opérer à terme en France. Il n'en serait pas de même assurément s'il opérait à terme dans un pays appliquant le principe de la loi du domicile (1).

Ainsi, et pour nous résumer, l'obligation d'inscription est une règle de capacité, partant une règle de fonds également applicable aux opérations à terme de bourse proprement dites et aux opérations à terme indirectes. Elle s'impose à tout individu domicilié en Allemagne, opérant indifféremment dans une bourse allemande ou étrangère, opérant à terme dans un pays admettant la loi nationale comme régissant la capacité des parties.

SECTION III

L'INSCRIPTION SUR LE REGISTRE DE BOURSE

Les règles que nous venons d'exposer permettent de prévoir que les étrangers seront admis à demander leur inscrip-

(1) La jurisprudence n'a pas eu à examiner ces hypothèses : mais en sens contraire. Staub, *Kommentar*. op. cit. p. 1337. L'art. 66, manquerait son but d'après M. Staub. Il est assez curieux de trouver cet argument sous la plume d'un auteur qui n'admet pas que le B. G. soit une loi de but.

tion sur le registre de bourse. Toute personne, en principe, est, en effet, admise à l'acquérir la capacité d'opérer à la bourse à terme; il lui suffit de demander son inscription sur le registre. La demande d'inscription est formée en principe par l'intéressé lui-même (art. 58). Elle peut être faite verbalement; il en est dans ce cas, dressé procès-verbal; elle peut être écrite; elle est, dans ce cas, établie ou légalisée par acte judiciaire ou notarié (art. 59). Les règles ne reçoivent d'exception que dans le cas où la demande est formée par un incapable du droit commun. Les enfants soumis à la puissance paternelle doivent être autorisés par leurs pères, les enfants en tutelle ou en curatelle par leur représentant légal, qui lui-même doit être autorisé par le Conseil de tutelle. Les femmes mariées non commerçantes, doivent joindre à leur demande l'autorisation de leur mari. Les femmes mariées commerçantes n'ont pas besoin de cette autorisation (art. 58 modifié par la loi d'introduction au nouveau Code de com. all., art. 14, § 34). Ces autorisations sont soumises aux mêmes formalités que la demande elle-même (art. 59). L'inscription opérée en dehors de l'accomplissement de ces formalités, doit être rayée d'office (art. 64). Elle suffit cependant à donner capacité de contracter avec un individu de bonne foi (art. 67).

La demande d'inscription énoncera le désir de l'intéressé de conclure des opérations à terme de bourse. Elle pourra être relative aux opérations sur marchandises ou opérations sur titres (art. 60). Elle pourra même être limitée à certaines branches de commerce déterminées. Après avoir été demandée pour une branche déterminée de commerce, elle pourra être requise sans nouveaux frais pour de nouvelles branches (art. 61). La liberté est complète.

Ce n'est donc pas en exigeant de ceux qui demandent leur inscription des justifications spéciales professionnelles ou au-

tres que la loi sur la bourse tend à éloigner de la Bourse la spéculation illégitime. Toute personne est admise à demander son inscription, et les formalités à accomplir pour faire cette demande sont aussi simples que possible. C'est en réalité, immédiatement, et en portant au minimum atteinte à la liberté des individus, que la loi vise à atteindre son but. Elle exige, pour cela que les parties acquittent un droit d'inscription. Elle décide que le registre de bourse sera public.

Avant sont inscription sur le registre de bourse, l'intéressé doit, en effet, acquitter un droit de 150 marks et chaque année suivant l'année de l'inscription, une cotisation de 25 mk (1). Ce droit d'entrée, cette cotisation avaient été fixés à un taux plus élevé par la Commission d'enquête sur la Bourse. Mais lors de la discussion au Reichtag, on fit remarquer que les individus ayant de justes raisons de conclure des opérations à terme, mais peu nombreuses, en avaient de non moins justes pour protester contre un droit d'entrée fixé à un taux trop élevé (2). Et c'est dans ces conditions que ces deux droits furent respectivement abaissés à 150 marks et 25 marks.

Ces droits d'entrée ont donc perdu dans une large mesure leur caractère d'obstacle à la spéculation à terme et d'épouvantail pour les spéculateurs peu fortunés ou d'occasion.

C'est bien en réalité au moyen de la publicité des registres de bourse dont nous abordons ainsi l'organisation et le fonctionnement, que le Bœrsengesetz s'efforce d'endiguer le jeu de bourse. Près de chaque tribunal compétent, pour la tenue d'un registre de commerce existe un registre de bourse pour les marchandises et pour les valeurs (art. 54); sur ce registre, on inscrit les noms prénoms, professions et domiciles des

(1) *Bericht der Bœrsen. Enquête Kommission, op. cit.*
(2) *Discussion au Reichstag.*

personnes qui désirent faire des affaires de bourse à terme sur marchandises ou sur valeurs. Lorsqu'il s'agira d'une société commerciale ou d'une personne morale, on inscrira la raison sociale ou le nom de la société, ainsi que le nom de l'endroit où se trouve le siège de l'établissement. L'inscription est opérée sur le registre du tribunal dans le ressort duquel l'intéressé a son établissement industriel, ou, à défaut, son domicile. En cas de déplacement de l'établissement industriel ou de changement de domicile, la radiation de la première inscription et son transfert sur le registre du nouveau tribunal compétent s'opèrent sans frais (art. 55). Toutes ces dispositions sont très claires. Remarquons cependant que chaque inidvidu est désigné d'une façon particulièrement claire et précise, non seulement par ses nom et prénoms, mais aussi par sa profession. L'inscription a lieu sur le registre du domicile ou de l'établissement industriel de l'intéressé.

La loi veut qu'au premier coup d'œil, l'opinion publique puisse se rendre compte si un individu est, par sa profession, désigné pour conclure des opérations à terme. Il jurerait évidemment, de voir M. X..., officier ou fonctionnaire inscrit sur le registre de bourse. La loi va même plus loin, elle exige que l'inscription soit requise sur le registre du domicile ou de l'établissement industriel. M. X..., avocat, médecin à Berlin aurait pu songer à se faire inscrire sur le registre de tel petit tribunal de l'Allemagne du Sud. La loi exige que l'inscription soit demandée sur le registre du tribunal du domicile, dans notre hypothèse, à Berlin, au lieu même où cet avocat a ses relations mondaines et ses relations d'affaires.

C'est dans ces conditions que l'article 56 aura toute la portée à laquelle il vise: « Le registre de bourse est public.

Chacun est admis à l'examiner aux heures habituelles de service. Moyennant le paiement d'une taxe, on pourra s'en faire délivrer un extrait qui, sur demande, sera légalisé ». La publicité est donc complète; le registre est à la disposition du public; il est à sa disposition gratuitement. Mieux que cela, moyennant une taxe modérée il est permis à tout particulier de se procurer la preuve irréfutable que les personnes les moins qualifiées pour cela songent cependant à se livrer à des spéculations de bourse.

Mais cette publicité par le registre elle-même, ne suffit pas au législateur tellement il tient à l'organiser complète; il a recours à la voie la plus sûre, au journal lui-même, et l'art. 62 dispose: « l'inscription prise doit, sans aucun délai, être portée par le tribunal à la connaissance du public au moyen d'une insertion intégrale aux frais de l'inscrit, dans le « Reichstanzeiger » (Journal officiel de l'Empire). » (Art. 65). (1).

Telle est la façon dont on acquiert la capacité d'opérer à terme à la Bourse, nous allons voir comment on la perd.

(1) L'institution du registre, cette large publicité donnée à la liste de ses inscrits a été, dès que l'idée en eut surgi, très vivement attaquée. On traita ce registre de bourse de registre de jeu. Les négociants, les banquiers déclarèrent que c'était porter atteinte à leur honneur, que les obliger à accomplir de semblables formalités. L'opinion publique qui n'aime pas les distinctions subtiles aurait bientôt fait d'identifier les inscrits du registre de bourse avec de simples spéculateurs, dans toute la force péjorative du terme. Non seulement on portait atteinte à leur honneur et à leur considération, mais aussi à leur crédit. Ils refusèrent de se faire inscrire et cherchèrent au marché à terme les succédanés, que nous avons déjà eu l'occasion de décrire en détail.

Qu'il y a-t-il de vrai dans cette dernière critique ? A notre avis fort peu de chose, et l'on a exagéré beaucoup le prétendu stigmate de l'inscription registre de bourse. En réalité même, l'inscription sur le registre de bourse eut paru au public aussi naturelle que l'inscription sur le registre de commerce, si les négociants ne s'étaient efforcés de lui présenter le nouveau registre comme un registre de jeu. Quand on exerce une profession c'est la discréditer qu'en avoir honte.

Cette capacité présente en effet cette particularité curieuse d'être librement acquise et perdue. De même qu'on l'acquiert par inscription on la perd par radiation de l'inscription. Il suffit d'une manifestation de volonté. Toutefois, cette manifestation de volonté, nécessairement expresse, en cas d'inscription, peut être tacite en cas de radiation. Tacite, elle résulte du défaut de paiement du droit annuel de 25 marks. La radiation a lieu d'office pour l'année suivante, si le droit n'a pas été acquitté un mois avant la fin de l'année courante (art. 64). Expresse, elle est soumise aux mêmes formalités que la demande d'inscription. Nous n'insisterons pas (cf. art. 63). Ce qu'il importe de retenir, c'est la date à laquelle cette demande de radiation fait perdre à l'intéressé sa capacité d'opérer à terme et les conditions auxquelles il la perd. La radiation a lieu à la fin de l'année pendant laquelle la demande de radiation a été faite. C'est donc à partir de la fin de l'année qu'il cesse d'être capable d'opérer à terme (art. 66). Toutefois pour des raisons d'équité faciles à comprendre, la loi apporte une double exception à ce principe. Toute personne qui malgré sa radiation du registre de bourse, serait encore portée sur la liste générale, sera considérée comme inscrite, si l'autre partie n'avait pas connaissance de la radiation au moment de la conclusion du marché. Il en est de même jusqu'à expiration d'un mois après la publication de la liste générale, pour les personnes qui par suite de la radiation ne figurent pas sur le registre .

Une personne radiée continue donc à être tenue par ses opérations à terme, lorsque, contractant avec une personne ignorant cette radiation, elle n'est pas rayée de la liste générale ou lorsqu'elle a opéré dans le mois qui suit la publication de la liste générale. Faut-il voir dans ces dispositions une prolongation factice de la capacité de l'inscrit radié ou

incomplètement radié. La question est très délicate. Et, cependant, elle est pratique; s'il s'agit d'une survie de la capacité à la radiation, non seulement la partie radiée ne pourra invoquer le défaut d'inscription, mais on ne pourra pas le lui opposer. Les régles relatives à la capacité sont édictées au profit du seul incapable.

Le législateur au contraire, voit-il dans cette disposition la sanction d'une fraude du contractant radié, non seulement il ne pourrait se prévaloir de sa fraude et par suite du défaut d'inscription; mais on pourrait la lui opposer. A vrai dire, rien dans le texte ni dans les travaux préparatoires n'indique une pareille intention du législateur. L'art. 67 nous apparaît donc simplement comme une exception à l'art. 66, qui subordonne la validité des opérations à terme à l'inscription sur le registre; et dans deux hypothèses spéciales, elle fait fléchir le principe de la nécessité d'être inscrit pour être capable d'opérer à terme.

Telle est la façon dont s'acquiert la capacité d'opérer à terme, la façon dont elle cesse et parfois se survit à elle-même. Il nous reste à préciser les conséquences juridiques de cette capacité, c'est-à-dire de l'inscription sur le registre et la sanction de l'incapacité, c'est-à-dire du défaut d'inscription sur le registre de bourse.

SECTION IV

CONSÉQUENCES DE L'INSCRIPTION ET DU DÉFAUT D'INSCRIPTION SUR LE REGISTRE (ART. 66 ET 69)

§ 1. — *Conséquences de l'Inscription.*

La partie inscrite est capable de conclure des opérations à terme valables (art. 66). Non seulement elle est capable de

spéculer, mais elle cesse par là même de pouvoir élever l'exception de différence (Differenzeinwand art. 69 B. G.), qu'elle tenait d'une jurisprudence constante avant 1900 et de la loi elle-même depuis l'entrée en vigueur du nouveau Code civil allemand (art. 764).

Ce dernier point mérite quelques explications. Bien avant le vote de la loi sur la bourse, la jurisprudence allemande s'était efforcée d'atteindre les marchés à terme fictifs. Etendant aux marchés différentiels, les dispositions du droit civil relatives au simple jeu, le Reichsgericht admit d'une façon toujours plus large, l'exception de jeu au cas d'opérations à terme de bourse (1). Il se montrait même si large que des opétions légitimes étaient parfois atteintes et cette insécurité juridique était préjudiciable au monde des affaires (2). La loi sur la bourse voulut faire cesser cette insécurité juridique et par l'art. 66, elle décida que les individus inscrits sur le registre ou capables en dehors de toute inscription (art. 68, al. 2) « ne pourraient invoquer l'exception en se basant sur ce fait qu'il était stipulé dans le contrat que l'exécution n'aurait pas lieu par livraison effective de titres ou de marchandises. »

« En se basant sur le fait qu'il était stipulé dans le contrat (vertragsmässig), que l'exécution n'aurait pas lieu par livraison effective de titres ou de marchandises », dit l'art. 69; mais qui au cas où l'exécution effective n'est pas exclue par le contrat lui-même? Cette question a pris toute son actualité surtout depuis l'entrée en vigueur du nouveau Code civil, dont l'art. 764 considère comme exposée à l'exception de dif-

(1) Trumpler art. cit. de *Zeitschrift fuer das gesamte Handelsrecht*, 1901, Leist. *Die Differenzansprüche aus Bœrsengeschaeften. Archiv. für die civilistische Praxis* 1894, t. 83. p. 153-171. Wermert. *Bœrse*. op. cit. p. 295-388. Wiener. *Das Differenzgeschaeft vom Standipunkte der jetzigen Rechtspechung*, Berlin, 1893.

(2) Cf. Sayous, op. cit. p. 388 s.

férence non seulement les opérations à terme excluant expressément l'exécution effective, mais encore les opérations où l'exclusion de l'exécution résulte de l'intention des parties. L'art. 69 exclut-il complètement l'exception de différence, ou la seule exception de différence tirée de l'exclusion par contrat de l'exécution par livraison effective. Certains auteurs s'appuyant sur la lettre de la loi soutiennent l'affirmative (1). L'art 69 n'écarte l'exception de différence que dans un cas bien déterminé. Le juge doit respecter le texte. Cette opinion est loin d'être partagée par la majorité des auteurs: elle est contraire à l'esprit et même au texte de la loi. Où serait, en effet, la sécurité juridique, que la loi sur la bourse a voulu procurer aux spéculateurs professionnels inscrits, s'ils étaient malgré tout exposés à une exception de différence. Au reste du moment où le Bœrsengesetz a été voté, le Code civil n'avait pas encore été achevé, et l'exception de différence n'avait point encore pris la forme qu'elle a revêtue dans l'art. 764. L'exception de différence était l'œuvre de la jurisprudence et l'intention manifeste du législateur de 1896 a été de garantir contre cette jurisprudence les spéculateurs à terme. Lorsque cette jurisprudence a été cristallisée en un texte précis, il n'y a point de doute que ce texte a dû être soumis aux mêmes restrictions d'application que cette jurisprudence (2).

Au reste un texte formel de loi vient en ordonner ainsi: l'art. 14 de la loi d'introduction du Code com. décide expressément qu'il sera ajouté à l'art. 69 du Bœrsengesetz un alinéa

(1) Wermet. *Bœrse*, op. cit. p. 317, Wermuth und Brendel. *Bœrsengesetz*, Berlin, 1897, p. 110.

(2) Staub. *Kommentar* p. 1338 et art. de *Monatschrift für Handelsrecht und Bankwesen* de Holdhein t. VI, p. 70. Freund. art. de mêm. *Revue de Holdhein*, t. VI, p. 177, p. 215 et 465. Trumpler art. cit. de *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht*, p. 492 s.

2 ainsi conçu: « Ces dispositions ne sont pas atteintes par l'art. 764 du Code civil ». Sans doute M. Wermert interprète ce texte en disant qu'il confirme son opinion: l'art. 764 ne modifierait pas l'art. 69; c'est donc l'exclusion par contrat de l'exécution effective, qui continuerait à être écartée en vertu de l'art. 69, mais elle seule. C'est en réalité se méprendre sur la portée de cet alinéa. Le Code civil allemand ayant été voté le 16 août 1896, était donc postérieur au Bœrsengesetz du 21 juin 1896. La question se posait donc de savoir si l'art. 69 n'était pas abrogé par l'art. 764 du Code civil qui édictait la nullité de toute opération à terme de bourse sur différence, sans distinguer entre les opérations conclues par des personnes inscrites et celles conclues par des personnes non inscrites. L'art. 14 est venu faire cesser ce doute. Et l'inscription sur le registre continue à garantir les parties contre toute exception de différence, même contre l'exception de différence de l'art. 764 du nouveau Code civil. Tel est le sens et la portée de l'art. 69 du B. G., complété par l'art. 14 de loi d'introduction du Code de commerce (1).

L'inscription protège les parties contre l'exception de différence. Les protège-t-elle contre l'exception de jeu. Le Code civil allemand distingue en effet, au moins dans son texte, les deux exceptions de jeu et de différence. A la première, il consacre l'art. 762; à la seconde, l'art. 764. L'art. 69 n'ayant

(1) Nous ne considérerions pas comme exception de différence l'exception qui consiste dans le refus par une des parties à l'opération à terme sur différence ds'acquitter par une exécution effective. La question qui se pose ici est celle de savoir si le demandeur a droit à une exécution effective ou seulement à une différence ; elle n'est pas de savoir s'il n'a droit à rien, pour avoir conclu une opération sur différence. Nous ne comprenons vraiment pas qu'on ait essayé d'assimiler les deux hypothèses. Cf. dans ce sens. Trumpler art. cit. de *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht* p. 195. Contra. Staub, *Kommentar*, op. cit. p. 1338.

parlé que des opérations sur différence, il nous paraît impossible d'étendre ses dispositions. Remarquons du reste que l'opération sur différence est l'instrument favori du jeu de Bourse. En écartant l'exception de différence entre personnes inscrites, on a écarté par le fait même l'exception de jeu. Mais en théorie, elle nous paraît subsister (1).

Nous en dirions autant des exceptions de droit commun de vol, d'erreur, ou de violence. L'art. 69 exceptionnel, doit être interprété restrictivement.

Nous avons déjà vu que par la nécessité d'inscription la loi a entendu éloigner de la spéculation à terme les personnes inexpérimentées. Par l'article 69, elle a voulu donner pleine sécurité juridique aux spéculateurs qualifiés et professionnels. Dans l'un et l'autre cas, il s'agit des conséquences attachées à une capacité spéciale, d'une règle de fonds par conséquent. Les dispositions des articles 66 et 69 s'appliqueront indistinctement que les opérations à terme conclues soient des opérations à terme proprement dites ou des opérations à terme indirectes.

Nous rejetons ainsi une jurisprudence du Reichsgericht, qui aurait voulu restreindre aux seules opérations à terme de bourse proprement dites le bénéfice de l'art. 69, et trouver dans cet article la raison d'être de la définition légale de l'art 48 (2). Dès son apparition en 1898, cette jurisprudence fut vivement critiquée par MM. Beheim, Staub, Fleck. Ces auteurs n'eurent pas de peine à démontrer l'erreur d'une semblable interprétation. Ils s'appuyaient sur les termes même de la loi, sur les travaux préparatoires, sur une preuve indirecte. Sur les termes de la loi : le mot Bœrsentermingeschäft

(1) En ce sens Trumpler, art. cit. p. 496 et 497.

(2) Arrêt du 8 octobre 1898, déjà cité.

opération à terme de bourse (art. 48), a et doit avoir le même sens dans tous les articles de la loi, et notamment dans les articles 66 et 69. Rien dans les travaux préparatoires ne permet une distinction: tout l'interdit. Tout prouve que la définition de l'art. 48 domine toutes les dispositions du titre IV du Bœrsengesetz. Les articles 66 et 69 enfin sont dans le système de la loi de 1896, inséparables: ils sont comme le revers d'une médaille. La loi veut écarter les joueurs (art. 66), mais aussi donner pleine sécurité aux spéculateurs (art. 69). Tout le titre IV, tout le Bœrsengesetz, pourrions-nous dire, est là. Ces raisons étaient du reste si convaincantes que le Reichsgericht abandonna dès 1899 une jurisprudence aussi risquée (1).

Tels sont les effets de l'inscription. Arrivons à ceux beaucoup plus intéressants du défaut d'inscription.

§ 2. DU DÉFAUT D'INSCRIPTION

Nous arrivons ainsi à une des questions les plus délicates qu'ait soulevées le Bœrsengesetz. L'art. 66 qui contient la sanction de l'obligation d'inscription sur le registre de bourse est ainsi conçu: « N'est pas reconnu comme constituant une une dette valable toute opération de bourse à terme concernant une branche d'affaires pour laquelle les deux parties n'étaient pas inscrites sur un registre de bourse au moment de la conclusion du marché. »

« Il en est de même des ordres donnés ou acceptés ainsi que des associations formées en vue de la conclusion d'opérations de bourse à terme. La même disposition est applicable aux garanties et aux reconnaissances de dette. »

D'après cet article la validité de toute opération à terme

(1) Arrêt du 28 octobre 1899, déjà cité.

de bourse est subordonnée à l'inscription des deux parties sur le registre. Faut-il en déduire la nullité de toute opération qui n'a pas été conclue par deux parties inscrites, et voir dans cette nullité une nullité analogue à la nullité de jeu (art. 762. C. civ.), comme le font certains auteurs (1). Les deux formules sont loin, en effet d'être équivalentes. La seconde permettrait à l'une et à l'autre des parties d'invoquer la nullité au cas où l'une d'elles seulement ne serait pas inscrite; elle permettrait notamment à une partie inscrite d'opposer à la partie non inscrite son défaut d'inscription. Cette conséquence, le Bœrsengesetz ne l'a pas voulue, n'a pu la vouloir. Les travaux préparatoires ont démontré que le Bœrsengesetz renonçait à opérer le départ entre la spéculation et le jeu au moyen d'un criterium objectif. Il a rompu avec la tradition antérieure et la jurisprudence qui définissait jeu de bourse, l'opération sur différence. La nouvelle loi l'a définie: l'opération à terme conclue par un incompétent. Et comme conséquence, il déclare cet incompétent incapable d'opérer à terme, s'il n'est inscrit sur le registre de bourse. La nullité de l'art 66 est, dirions-nous volontiers, une nullité ratione personæ, celle qui frappe l'opération de différence ou de jeu, une nullité ratione materiæ. La nullité de l'art 66 est une nullité pour incapacité. Cela est tellement vrai que le Bœrsengesetz la traite au point de vue du droit international comme une règle de capacité et la soumet à la loi du domicile tandis que le droit des contrats eut exigé de la soumettre à la « lex loci contractus. »

En faisant de l'obligation d'inscription une condition de capacité, le législateur a par là-même limité les personnes ad-

(1) Cosack. trad. fr. cit. p. 216.

mises à se prévaloir du défaut d'inscription. Les nullités pour incapacité protègent l'incapable, et lui seul. Etablie enfin, dans le but d'éloigner les profanes de la bourse, cette nullité ne saurait avoir pour conséquence de permettre à un professionnel inscrit d'opérer à coup sûr avec un individu non inscrit. Ce serait cependant le cas, si l'on permettait à ce professionnel de se prévaloir de la nullité de l'art. 66. Qu'on n'invoque pas du reste, sa bonne foi; il est en faute de n'avoir pas exigé de son co-contractant, la preuve de son inscription sur le registre.

Pour être valable, dit l'art. 66, en substance, une opération à terme de bourse doit être conclue par deux personnes inscrites. Que faut-il entendre par là? Evidemment qu'une opération n'est complètement et définitivement valable, que tout autant que les deux parties sont inscrites: l'une des deux parties n'est-elle pas inscrite, cette opération est exposée à une exception et même nous le verrons, à une action en nullité. Elle n'est donc pas valable. Mais rien n'indique ni dans ses termes, ni dans l'esprit de la loi, rien ne permet en bonne justice de décider, qu'une personne inscrite puisse se prévaloir du défaut d'inscription de son co-contractant. L'art. 66 contient la sanction d'une règle spéciale de capacité; seul, l'incapable est admis à s'en prévaloir.

Seul, l'incapable ou ses représentants ou ayant-causes bien entendu. Et nous admettrons non seulement la partie elle-même, mais ses héritiers à se prévaloir du défaut d'inscription du défunt. L'héritier est-il mineur, l'action et l'exception seront exercées par son tuteur. Nous accorderons encore le même droit à un syndic de faillite. Nous l'accorderions même au simple créancier exerçant les droits et actions de son débiteur, quoique à la rigueur on puisse voir dans cette nullité une action personnelle.

En cas de silence des parties, le juge devra-t-il élever d'office l'exception de l'art. 66? Une jurisprudence constante du Reichsgericht (1), l'a ainsi décidé dans plusieurs hypothèses. La Cour suprême casse l'arrêt avec renvoi devant la Cour d'appel, faute par celle-ci d'avoir examiné s'il y avait lieu d'appliquer l'art. 66 B. G. Elle ne donne pas de raison d'invoquer d'office cette exception. Mais cette raison est évidemment fort simple à trouver. Elle résulte de l'application de la distinction que le droit allemand opère entre les zwingende Gesetze et les dispositions Gesetze les lois impératives et les lois de simple disposition (2). C'est aller à notre avis beaucoup trop loin. Rien n'indique dans les travaux préparatoires ou dans le texte de la loi, une semblable intention. Une obligation naturelle survit même à la nullité, sanction de cette incapacité, nous aurons bientôt l'occasion de le montrer. Il est donc inexact de traiter ces règles comme des dispositions impératives. La nullité de l'art. 66 est une nullité relative et non une nullité absolue.

Telles sont les conditions dans lesquelles l'art. 66 entre en application. Quelle est la portée de la nullité que cet article édicte. Il s'agit d'une nullité simplement relative (Unwirksamkeit). Et en vertu de l'art. 66 lui-même, il survit à cette nullité une obligation, qui pour n'être pas munie d'actions, n'en continue pas moins à pouvoir servir de base à une exécution volontaire valable. Notre étude de l'art. 66 se divise donc tout naturellement en deux parties:

1o La nullité elle-même.

2o La nature et l'étendue de l'obligation qui survit à cette nullité.

(1) Arrêt du 8 juillet 1899, *Entscheidungen des Reichsgerichts*, cit.

(2) Cf. Planck. *Bürgerliches Gesetzbuch*, 2e édit. Berlin, Guttentag, 1898, p. 21 et 22.

A) *La nullité elle-même.*

Cette nullité atteint la dette elle-même, les ordres de bourse, les suretés fournies. Elle peut être exercée indifféremment par voie d'action ou d'exception.

En pratique, les parties auront le plus souvent recours à l'exception, dite exception de registre (Registereinwand). Elles se garderont de s'engager inutilement dans les frais d'un procès. Le débiteur attendra que le créancier essaie de recouvrer sa créance. Le donneur d'ordre attendra que son courtier lui réclame ses droits de courtage.

Il est des cas cependant où le débiteur aura intérêt à user de son action en nullité. C'est le cas où il entend recouvrer les sûretés données en garantie d'opérations à terme de bourse.

La loi parle de sûretés; elle emploie ce terme dans toute sa généralité; et toutes les sûretés, aussi bien les sûretés réelles que les sûretés personnelles: gage, hypothèque, cautionnement seront nulles et sujettes à répétition ou annulation, en vertu de l'art. 66. Le gage se présentera le plus souvent sous la forme d'un dépôt de titres ou d'une provision en argent, ou encore de l'endossement d'une lettre de change. Dans tous les cas l'argent, les titres, les lettres de change pourront être répétés. Non seulement ils peuvent être répétés, mais la réalisation de ce gage par le créancier est nulle comme le gage lui-même: il ne saurait exercer des droits qu'il n'a pas, il sera tenu à représenter les titres vendus, les lettres de change négociées ou à indemniser le débiteur du dommage à lui ainsi causé: ce sera le cas lorsqu'un tiers acquéreur ou escompteur se prévaudra d'une possession avec juste titre et bonne foi. Est nulle également l'hypothèque consentie par un individu sur ses immeubles comme garantie d'une dette résultant d'une opération à terme de bourse. Le créancier ne pourrait exercer les droits attachés à cette hypothèque.

Il n'en serait cependant pas de même d'un tiers acquéreur de bonne foi de l'hypothèque en vertu des art. 892 et 1138 C. civil. Mais le débiteur aurait naturellement son recours contre le créancier cédant.

La nullité qui frappe les sûretés fournies s'étend-elle à l'ordre de fournir des sûretés, de même que la nullité de l'opération à terme s'étend à l'ordre de les effectuer. C'est là la question que se pose un arrêt du Reichsgericht du 25 octobre 1902 (1). L'arrêt d'appel avait assimilé l'ordre de fournir des sûretés à l'ordre de conclure des opérations à terme. Le Reichsgericht le critique sur ce point et dans les termes suivants: « D'après l'art. 66 al. 2, seul l'ordre de conclure des opérations à terme de bourse, qui ne fondent aucune dette en vertu de l'art. 66, al. 1, ne fonde aucune dette, et d'après l'alinéa 3, les sûretés fournies sont nulles (unwirksam). Il ne s'ensuit pas que l'ordre de cautionner ou de gager la dette d'autrui résultant d'opérations à terme de bourse soit nul ou inopérant. Il est seulement vrai que par suite de la nullité de la dette principale, qui a été cautionnée et gagée en exécution de cet ordre, d'après le droit commun comme d'après le droit français (2), (C. civ., fr., art. 2012, al. 1), la caution ou le tiers débiteur gagiste n'a pas à payer la dette nulle (unverbindlich) du débiteur principal. Par suite la demande serait non recevable, si la cause ne se présentait pas sous le jour du paiement par L. de la dette du défendeur résultant d'un jugement français et non exécutoire en Allemagne ». (3).

Il résulte de cet arrêt que l'ordre de fournir une sûreté est valable en droit; mais en fait, le tiers qui a reçu et exécuté

(1) Arrêt 25 octobre 1902, *Entscheidungen des Reicsgerichts*, t. 52, p. 362-365.

(2) Il s'agissait d'opérations à terme conclues à Paris par un Allemand.

(3) *Entscheidungen..... cit.* p. 366.

l'ordre jouit des mêmes moyens que le débiteur principal pour s'opposer à la réalisation du gage ou de l'hypothèque, refuser d'acquitter la dette cautionnée. S'il n'en use pas, il devrait en principe supporter les conséquences de sa négligence. La prestation ainsi effectuée serait valable envers le créancier, et il n'aurait aucun recours contre le débiteur principal faute d'avoir au cas de cautionnement, par exemple, opposé l'exception de registre à l'action en paiement du créancier. Cette solution est vraiment bien rigoureuse. D'autre part, le tiers ayant fourni sur l'ordre du débiteur un gage, une hypothèque, a-t-il une action en répétition des objets donnés en gage, en annulation de l'hypothèque? Très certainement non. Le Bœrsengesetz ne lui confère pas ce droit et l'on ne voit pas à quel titre il pourrait l'exercer. A titre de créancier? Mais le tiers débiteur gagiste ou hypothécaire n'est pas créancier du débiteur principal. A titre de mandataire? Mais le mandat est spécial, et l'on ne saurait soutenir que le débiteur principal ait donné au tiers mandat exprès ou tacite de réclamer la restitution ou annulation des sûretés par lui fournies. La situation de ce tiers est cependant intéressante. Il est exposé à souffrir de l'inaction du débiteur principal. Nous lui reconnaîtrons un droit, celui de s'adresser au débiteur principal et de le mettre en demeure d'exercer son droit d'annulation. Si ce dernier refuse, nous considérerons qu'il y a préjudice causé par le mandat, par l'ordre donné de fournir une sûreté et nous accorderons au tiers une action mandati contraria.

Mais reste toujours le cas de la caution qui a payé sans invoquer l'exception de registre, du gagiste ou du débiteur hypothécaire, qui n'ont pu intervenir à temps pour empêcher la réalisation du gage ou de l'hypothèque. La caution est en faute de n'avoir pas élevé l'exception; nous lui appli-

querons les principes généraux du droit civil allemand. Elle sera exposée dans son recours contre le débiteur principal à une exception de registre. Donnerons-nous la même solution en cas de gage ou d'hypothèque? Le gagiste, le débiteur hypothécaire avaient un moyen de se mettre à couvert contre une réalisation du gage ou de l'hypothèque, en mettant le débiteur principal en demeure de réclamer la restitution du gage ou l'annulation de l'hypothèque. Ne doivent-ils pas supporter les conséquences de leur négligence? Nous ne le pensons pas. A défaut de texte, nous considérerons que la négligence commise ne justifie nullement une solution aussi rigoureuse. Le gagiste, le débiteur hypothécaire supportent un préjudice du fait du mandat, de l'ordre donné par le débiteur principal; nous leur accorderons une action mandati contraria.

Nous l'accorderions encore à la caution qui a payé dans l'hypothèse soumise au Reichsgericht et sur laquelle statue l'arrêt du 25 octobre 1902: un allemand avait donné l'ordre à un français de cautionner et de gager des opérations à terme de bourse par lui conclues à la bourse de Paris. Le solde de ces opérations se traduisit par une perte: l'allemand fut condamné à payer par les tribunaux français; le créancier menaça de réaliser les titres donnés en gage par le français débiteur gagiste et caution de ces opérations. Le français sur cette menace paya. Il se retourna alors vers le débiteur principal pour lui demander son remboursement. Le spéculateur allemand lui opposa la nullité de ses opérations à terme; il n'était pas inscrit sur le registre (art. 68). C'est alors que le Reichsgericht se demanda si l'ordre de cautionner la dette est nul comme la dette principale, et s'il est valable, n'y a-t-il pas lieu d'accorder au mandataire caution une action mandati contraria. Sans doute, il n'a pas invoqué l'exception de regis-

tre; mais c'est une exception que les tribunaux français n'eussent pas admise. Par son ordre de gager et de cautionner sa dette, le spéculateur allemand a placé son mandataire français dans la situation de prester, ce que lui-même mandant n'était pas obligé de prester en Allemagne. Ne doit-il pas supporter les conséquences d'un ordre, d'un mandat valable en droit allemand. Le Reichsgericht pose la question à la Cour d'Appel, devant laquelle il renvoie l'arrêt cassé. Il ne la résout pas. Nous ne doutons pas, que le Reichsgericht et la Cour d'Appel ne la résolvent comme nous par l'affirmative et n'accordent à la caution une action mandati contraria contre le débiteur principal. Et cependant un doute n'est-il pas possible? Est-il bien exact de prétendre que la caution ne pouvait opposer au créancier l'exception de registre. Que la caution française ne puisse se prévaloir de son défaut d'inscription sur un registre de bourse allemand, cela va de soi. Mais ne pouvait-elle exerçant les exceptions du débiteur principal, opposer cette exception de registre à l'action en paiement du créancier? D'après la loi française la capacité est régie en droit international privé par la loi nationale des individus; dans notre hypothèse, il s'agit d'un allemand qui a spéculé à terme sans être inscrit sur le registre de bourse de son pays, d'un allemand par suite incapable de spéculer de par la loi allemande. Les tribunaux français peuvent-ils le déclarer capable? Et s'ils invoquent pour cela l'ordre public français, ne s'exposent-ils pas à voir refuser l'exequatur à leurs jugements en Allemagne. L'art. 68 est formel. On voit à quelles difficultés épineuses la loi allemande est susceptible de donner naissance en droit international privé. Nous ne tarderons pas à en rencontrer de nouvelles.

Poursuivons pour le moment notre étude des conséquences du défaut d'inscription en droit allemand. L'art. 65

édicte non seulement la nullité de la dette résultant d'opérations à terme de bourse, des sûretés fournies, mais encore la nullité de la reconnaissance de cette dette par le débiteur. Que faut-il entendre par *reconnaissance de dette* ? Il s'agit ici d'une particularité du droit allemand et d'une création déjà ancienne d'un jurisconsulte allemand, M. Bähr (1). Etendant la théorie de la promesse abstraite à la reconnaissance de dette, il prétendit traiter cette reconnaissance non comme un simple aveu et un simple moyen de preuve, mais comme un contrat par lequel le débiteur s'engagerait à ne pas contester son aveu, comme une source nouvelle d'obligation, une véritable promesse de dette, donnant lieu à une dette nouvelle, nous dirions volontiers une sorte de novation par changement de titre, mais sans changement de personne ou d'objet. Cette théorie expressément consacrée par le nouveau Code civil allemand, (art. 780-782. C. civ.), se rattache évidemment à celle de la promesse abstraite. Le droit allemand admet la validité d'une obligation née d'un engagement unilatéral dégagé de sa cause juridique. Rompant avec la théorie fort battue en brèche de la cause comme élément indispensable d'un contrat, il distingue le contrat causal et le contrat abstrait. La reconnaissance de dette allait trouver sa place toute naturelle parmi les contrats abstraits. (2).

Reste à savoir quelle est la portée exacte de l'interdiction de la reconnaissance d'une dette à terme de bourse. Il est nécessaire, pour s'en rendre compte, de comparer le droit exceptionnel de l'art. 66, avec le droit commun en matière de reconnaissance de dette. L'interdiction de reconnaître une

(1) Bæhr. *Die Anerkennung als Verflichtungsgrund*, 2e édit. 1867.

(2) Cf. sur tous ces points les traités de droit civil allemand de Cosack, de Dernburg, de Crome.

dette à terme de bourse est absolue et la reconnaissance intervenue malgré l'interdiction est nulle de nullité absolue en vertu de l'art. 139 C. civil. Le titre qui la constate peut être répété. Le débiteur poursuivi dispose d'une exception pour repousser «ipso facto» la demande. Dans quelle mesure cette nullité déroge-t-elle au droit commun de la reconnaissance? Toute reconnaissance de dette est susceptible d'être attaquée sur la base de l'enrichissement sans cause. Certaines reconnaissances sont exposées aux mêmes actions et exceptions que la dette qu'elles constatent. Pour ces dernières, le droit commun suffisait donc à perpétuer contre la reconnaissance, l'action et l'exception de nullité de l'art. 66, al. 1. La reconnaissance de dette peut, en effet, avoir lieu sous une forme plus ou moins abstraite: la reconnaissance a-t-elle lieu sans indication de cause, sans désignation d'une source possible d'obligation: vente, échange, prêt... opérations à terme de bourse, le caractère abstrait est absolu. Cette reconnaissance ne peut être attaquée qu'en vertu des principes de l'enrichissement injuste. La reconnaissance porte-t-elle mention de la cause de la reconnaissance, le caractère abstrait de la reconnaissance est relatif. La reconnaissance est exposée à toutes les nullités frappant l'obligation dont il est fait mention dans la reconnaissance. Porte-t-elle dans notre hypothèse la mention: par suite d'opérations à terme de bourse, la nullité pour défaut d'inscription sur le registre survit en vertu du droit commun de la reconnaissance. La disposition exceptionnelle de l'art. 66, al. 1, n'a donc d'intérêt que dans l'hypothèse où la reconnaissance présente un caractère abstrait absolu. Et encore dans cette hypothèse, l'influence de l'interdiction de l'art. 66, al. 2, est-elle moins considérable qu'on pourrait le supposer au premier abord. La reconnaissance d'une dette nulle peut, en effet, être attaquée en vertu des principes de l'enrichissement sans cause. Elle est elle-même nulle dans

ces conditions: mais pour cela, il faut qu'elle ait eu lieu dans l'ignorance de la nullité atteignant la dette primitive. Or, cette ignorance est présumée par le droit allemand: on ne reconnait qu'une dette que l'on croit devoir. Attaqué en restitution du titre constatant la reconnaissance, ou pour voir prononcer la nullité de cette reconnaissance, le défendeur doit prouver, pour écarter la demande, que le débiteur avait connaissance de la nullité de la dette reconnue. Le bénéficiaire de la reconnaissance d'une dette de bourse aurait dû prouver, en vertu du droit commun de la reconnaissance de dette que son débiteur avait souscrit la reconnaissance avec la conscience de la nullité de la dette reconnue. Preuve bien délicate, bien difficile. A l'examen, la portée de l'alinéa 2, de l'art. 66, se restreint singulièrement.

A défaut de texte spécial, cette action en nullité est soumise au droit commun en matière de prescription. Elle dure donc 30 ans.

L'examen de l'arrêt du 25 octobre 1902, nous a permis d'entrevoir à quels problèmes de droit international infiniment délicats, la loi sur la bourse est susceptible de donner lieu. Les opérations de bourse étant par nature même internationales, nous voudrions consacrer ici quelques développements à l'action en nullité de l'art. 66 en droit international. Un tribunal étranger devra-t-il admettre la nullité de l'art. 66, invoquée par un allemand domicilié en Allemagne? L'affirmative nous semble s'imposer. Que la législation du pays étranger dans lequel cet allemand a réalisé ses spéculations à terme détermine la capacité en droit international, d'après la loi nationale ou d'après la loi du domicile, dans tous les cas, l'allemand est admis à invoquer les art. 66 et 68 B.-G Les bourses étrangères courent de ce fait des risques énormes et sont exposées à être les victimes de spéculateurs allemands

peu scrupuleux. Il est donc possible que les tribunaux invoquent l'ordre public pour se refuser à appliquer ces principes du droit allemand. Admettons-le. Les bourses étrangères seront-elles en sûreté pour cela? Evidemment non. Et cependant peut-on reprocher à un courtier étranger d'ignorer l'art. 68 d'une loi allemande? Cet allemand ne possède-t-il en effet, aucun bien dans le pays étranger où il a conclu une opération à terme, le jugement qui le condamne devra obtenir l'exequatur en Allemagne. Les tribunaux allemands le lui refuseront très certainement en vertu des principes généraux du droit allemand: la capacité des personnes est régie par la loi du domicile. C'est le cas ou jamais d'appliquer ces principes. Au reste un texte formel, l'art 68 le leur ordonne et l'art 328 C. Pr. civile allemand interdit la reconnaissance en Allemagne de tout jugement étranger empêchant une loi allemande d'atteindre le but qu'elle vise. Le jugement étranger ne pourra recevoir l'exequatur en Allemagne.

Déciderons-nous de même au sujet d'une opération conclue par un étranger domicilié en Allemagne, dont le pays applique en principe la loi nationale en matière de capacité. Il a opéré dans une bourse étrangère sans être inscrit sur le registre de bourse allemand. Son opération est-elle valable, et condamné à l'étranger, le jugement qui le condamne obtiendra-t-il l'exequatur en Allemagne. Pour prendre, une hypothèse concrète, un français domicilié en Allemagne a conclu des opérations à terme en Allemagne: il n'est pas inscrit sur le registre. Il est protégé par les articles 66 et 68. Mais entre l'époque où il a conclu ces opérations et l'échéance, il réintègre sa patrie d'origine. La liquidation des opérations à terme accuse une dette au profit de son co-contractant allemand. Assigné devant les tribunaux français par application de la règle actor sequitur forum rei, pourra-t-il opposer la

nullité de l'art. 66. Le droit français admet que la capacité est régie par la loi nationale: la loi allemande sur la bourse ne saurait donc trouver application. Mais condamné en France, il a sa fortune en Allemagne: pour prendre une hypothèse vraisemblable, il est propriétaire foncier en Alsace-Lorraine. Les tribunaux allemands pourront-ils accorder l'exequatur à ce jugement? Ce français ne pourra-t-il invoquer lui aussi l'art. 328 du Code de procédure civile allemand. Il nous le semble. Il n'y a en effet aucune raison de refuser à un français le bénéfice d'un texte aussi général que l'art. 328, C. Pr. Civ. all. Nous voyons, par ces quelques généralités, à quelles difficultés très délicates est susceptible de donner lieu la nullité édictée par l'art. 66. Et voici pourquoi il nous a paru essentiel de dégager son caractère de règle de capacité.

Nullité pour incapacité, la nullité de l'art. 66 est établie au profit de l'incapable et de lui seul. Elle atteint les dettes elles-mêmes, les sûretés données en garantie de cette dette, les ordres donnés en vue de conclure ces opérations. Mais règle exceptionnelle, elle ne s'étend pas au-delà des termes mêmes de la loi; les ordres donnés à un tiers de fournir des sûretés seront valables. Règle de capacité, elle est régie en droit international par les principes généraux de cette discipline; leur application donnera lieu à d'innombrables et délicates difficultés. Le cadre restreint de cette étude ne nous a pas permis d'envisager que les cas les plus pratiques et les plus intéressants.

B) *Nature et étendue de l'obligation qui survit à cette nullité.*

La loi sur la Bourse admet en effet la survivance d'une obligation à la nullité qu'elle édicte, quand elle décide: « la prestation en exécution effectuée lors ou après le règlement

de l'opération à terme ne peut être répétée ». Cet alinéa quelque peu sybillin, aussi bien dans le texte que dans la traduction a donné lieu, en doctrine et en jurisprudence à de nombreuses controverses. Les jurisconsultes allemands, pour interpréter ce texte, se sont demandés ce qu'il fallait entendre: 1° par une prestation en exécution (Leistung zur Erfüllung); 2° par le règlement de l'opération (Vœllige Abwickelung). Et, comme bien l'on pense, chaque auteur, ou à peu près, s'est fait un point d'honneur de proposer une définition originale. Cette incohérence d'interprétation nous paraît provenir de cette méthode même d'interprétation des lois. En présence d'un texte non pas incompréhensible, mais même simplement obscur, le rôle de l'interprète n'est pas tellement de s'efforcer d'expliquer et de comprendre, que de chercher à dégager le principe général auquel ce texte se rattache. Et, dans ces conditions, au lieu de nous demander: que faut-il entendre par prestation en exécution d'une opération à terme, nous nous demanderons quelle est la nature de l'obligation qui sert de base à la validité de cette prestation. Et la nature de cette obligation dégagée, nous nous demanderons quelles sont les conséquences de droit commun qu'elle engendre.

Ainsi posée, la question se simplifie beaucoup. Une obligation non munie d'action s'appelait en droit romain une « naturalis obligatio ». En droit allemand, elle s'appelle une obligation imparfaite (unvollkommene Verbindlichkeit). C'est donc à une théorie générale de l'obligation imparfaite en droit allemand que se rattache la réponse à notre question.

Sans doute les cas d'obligations naturelles sont moins nombreux en droit allemand qu'en droit romain: le droit allemand, pas plus du reste que le droit français, ne connaît d'obligation naturelle issue d'un contrat passé par un esclave ou

d'un contrat conclu par un capite minutus; mais à la place de ces situations juridiques disparues, les législations modernes connaissent des situations juridiques voisines. Et ces situations juridiques font naître des obligations identiques aux obligations naturelles du droit romain: ces obligations ne donnent pas d'action, on ne peut en poursuivre l'exécution forcée. Mais pour le surplus, elles ont une existence juridique; elles peuvent, selon les cas, produire des conséquences plus ou moins étendues, jouer le rôle d'une obligation valable ou tout au moins conférer le droit de conserver ce qui a été payé. Les obligations de cette nature sont assez nombreuses, pour que l'on puisse soutenir, que cette notion de l'obligation naturelle survit en droit allemand. Les jurisconsultes allemands sont au reste unanimes sur ce point (1): citons comme exemples principaux d'obligations imparfaites ou naturelles l'obligation qui survit à la prescription (art. 222, 390, 479, 490, C. civ.) la dette d'un courtier en mariage (art. 656, C. civ.), la dette de jeu ou de différence (art. 762-764, C. civ.), certaines donations indirectes conclues en l'absence des formalités prescrites (art. 518, C. civ.), l'obligation contraire à la loi ou aux bonnes mœurs dans certaines conditions (art. 817, C. civ.). Joignons-y l'obligation née d'opérations à terme de bourse, au cas de défaut d'inscription.

L'obligation naturelle est susceptible de produire en droit allemand des effets très étendus: il est des cas où son inef-

(1) Seul M. Landsberg. *Das Recht des Bürgerlichen Gesetzbuches*, Berlin, Guttentag, 1904, p. 60 s. est d'un avis contraire. Voir Mugdan. *Die gesamten Materialien zum bürgerlichen Gesetzbuch*. Berlin 1891. t. 11. cf. Stammler. *Das Recht der Schuldverhaeltnisse in seinen allegemeinen Lehren*. Berlin, Guttentag, 1897, p. 26 s. Crome. *System des deutschen Bürgerlichen Rechts*. Tübingen et Leipsig. Mohr. 1902, 3 vol. t. II, p. 11-17. Cosack. *Lehrbuch des deutschen Bürgerlichen Rechts*. Iena, Fischer, 1900, 2 vol. t. I, p. 287.

ficacité juridique est limitée à l'impossibilité de son exécution forcée. Pour tout le reste elle est capable de jouer le rôle d'une obligation valable: elle peut être acquittée, cela va sans dire; mais elle peut également être opposée en compensation, faire l'objet d'une reconnaissance de dette, être cédée à un tiers, novée, elle peut être garantie par un cautionnement, par la constitution d'un gage ou d'une hypothèque. (art. 222, art. 817).

Mais on conçoit qu'entre l'étendue d'une telle obligation naturelle et l'étendue d'autres obligations naturelles, il y ait des différences. S'il en est de capables de produire de tels effets, il en est au contraire qui le sont seulement de servir de base à un paiement. C'est le cas notamment de l'exception de jeu et de l'exception de différence. Après avoir interdit la répétition de ce qui a été porté en exécution d'une dette de jeu, l'art. 762 édicte expressément la nullité de toute convention qui aurait pour but l'exécution d'une dette de jeu et en particulier la nullité d'une reconnaissance de dette.

L'obligation naturelle qui survit à la prescription nous donne la mesure d'un maximum des effets attachés à une obligation naturelle; l'obligation naturelle issue d'un jeu, d'un pari, ou d'une opération sur différence, nous donne la mesure du minimum d'effet attaché à une obligation naturelle.

Quelle est donc l'étendue de l'obligation naturelle reconnue par l'art. 66 du Bœrsengesetz? Faut-il l'assimiler à l'obligation imparfaite des art. 762 et 764, et par suite la déclarer incapable de servir de base à un acte juridique autre que le paiement? La logique conseillerait de le décider, si nous voyions comme certains auteurs (1), dans l'art. 66 un article symétrique de l'art. 762 et une assimilation du contrat

(1) Cosack, trad. fr. cit. p. 216.

à terme visé par l'art. 66 à un contrat de jeu. Nous croyons avoir suffisamment montré que le Bœrsengesetz intervient non pas contre un contrat; mais en faveur de certains contractants. Par suite l'exception de jeu et l'exception de registre présentent entre elles une différence, qui fait de la nullité de l'art. 66 une nullité infiniment moins sévère que celle de l'art. 762: l'exception de jeu peut être invoquée par l'une ou l'autre des parties, l'exception de registre ne peut l'être que par la partie non inscrite; si l'une des parties seulement n'est pas inscrite, seule elle bénéficie de l'exception. Il est donc naturel que l'obligation imparfaite née d'opérations à terme soit plus étendue que celle des art. 762 et 764. Et de fait si nous comparons leurs textes nous constatons que le texte de l'art. 66 est beaucoup moins restrictif que celui de l'art. 762. L'art. 762 exclut toute convention destinée à valider la dette de jeu. L'art. 66 ne contient aucune disposition semblable. De même qu'il existe une différence entre le fondement des nullités des art. 762 et 66, de même il en existe une entre la portée de l'obligation imparfaite, qui leur survit. Et sur ce point tous les auteurs sont d'accord. Il y avait donc quelque illogisme à assimiler l'exception de jeu à l'exception de registre (1).

Mais dans quelle mesure l'obligation naturelle de l'art. 66 serait-elle susceptible de jouer le rôle d'une obligation valable? Notre esquisse rapide d'une théorie générale de l'obligation naturelle en droit allemand, nous a permis d'indiquer l'effet maximum de ces obligations.

Obligation naturelle, l'obligation de l'art. 66 sera soumise

(1) Toutefois nous remarquerons que dans l'hypothèse d'opérations à terme sur différence, l'art. 764 permettra de restreindre les effets que nous prêtons à l'obligation naturelle survivant à la nullité de registre. Mais un paiement est toujours valable (art. 762).

au droit commun de ces sortes obligations et en produira les effets dans la mesure où la loi n'a pas apporté à ce droit commun une dérogation formelle.

En possession de ce principe, la solution de la question de la portée et de la définition de « la prestation en exécution » dont parle l'art. 66, va d'elle-même.

L'art. 66 écarte expressément la validité des conventions ayant pour but de garantir ou de reconnaître une dette d'opération à terme de bourse. Nous devons nous conformer à ce texte, et édicter la nullité des sûretés, des reconnaissances de dette en matière d'opération à terme de bourse. La loi interdit encore l'exécution de l'opération avant son réglement. Nous fixerons donc la naissance de l'obligation naturelle au jour du règlement de l'opération. Mais ces deux principes posés et les restrictions, qu'ils comportent admises, nous déclarerons cette obligation naturelle capable de produire tous les autres effets des obligations imparfaites.

Par règlement il faut à n'en pas douter entendre la liquidation qui a lieu à l'échéance, et qui tend à établir le solde créditeur ou débiteur des opérations conclues par les parties. Pour les opérations à terme proprement dites ce sera la liquidation de fin de mois opérée par les organes de la bourse. Pour les opérations à terme indirectes, ce sera la liquidation par le liquidationsverein, les maklerbanken, ou les associations commerciales ayant assumé ce rôle depuis l'entrée en vigueur du Bœrsengesetz. Dans ces dernières hypothèses, le juge se trouvera en présence de questions de fait souvent délicates: il s'efforcera en s'éclairant des circonstances, des pièces du procès de déterminer s'il y a eu ou non règlement. En droit le règlement résultera toujours en principe de la détermination définitive et tacitement ou expressément admise par les parties de leur situation respective de

créanciers ou de débiteurs, du montant et de la nature de leur créance ou de leur dette.

Faudra-t-il dans ces conditions considérer comme réglée une opération prolongée ou reportée? Il y a en effet, à notre sens à distinguer la prolongation intervenue par le mutuel consentement des parties et la prolongation intervenue avec recours à un tiers. Au premier cas il s'agit de la prolongation de l'échéance d'une même opération; il n'y a donc pas de réglement intervenu. Au second cas il y a prolongation par la conclusion d'une double opération juridique, dont l'une consiste dans le règlement d'une première opération, et l'autre dans la conclusion d'une nouvelle opération. En cas de report il y aura donc exécution après règlement et par suite exécution valable. Il n'en sera pas de même au cas de prolongation par prorogation d'échéance. Mais si la prolongation s'opérait par un règlement de la première opération et la conclusion d'une opération nouvelle, il y aurait ici encore règlement et une prestation en exécution valable serait possible (1).

Que faut-il donc entendre par l'expression prestation en exécution de l'art. 66? De nos explications antérieures, il résulte que par prestation en exécution, nous entendons tout acte d'exécution autre que la reconnaissance de dette ou la constitution de sûretés. Par suite l'obligation de l'art. 66, peut servir de base à un paiement, à une cession de créance ou de dette, à une compensation, à une novation. Ce principe appelle quelque commentaire.

Par paiement, nous entendons, bien entendu, non seulement la numération d'une somme d'argent, mais encore toute pres-

(1) Cf. dans ce sens: Bondi art. cit. de *Monatschrift de Holdheim*. VI p. 138. Trumpler art. cit. p. 491 et 492. Wermert. *Bœrse*, op. cit. p. 341. Contra. Cosack. trad. op. cit. II. p. 246.

tation effectuée en exécution d'une obligation. L'obligation naturelle pourra, par suite, non seulement justifier le paiement d'une somme d'argent, mais encore servir de cause à tout contrat, qui aura pour but d'acquitter la dette à terme de bourse. Expliquons-nous. Au lieu de prester une somme d'argent, je puis prester une chose, un travail, un service. Sur le fondement de ma dette à terme de bourse, je pourrai m'engager à effectuer au profit de mon créancier un travail donné, art. 631.651 (lui réparer sa maison si je suis ouvrier), à lui rendre un service déterminé (art. 611-630); (plaider pour lui si je suis avocat) à le laisser jouir de ma maison ou de ma propriété foncière (art. 535-580). Je pourrai aussi lui transmettre la propriété d'une chose qui m'appartient, valeurs mobilières immeuble, marchandises, ou un démembrement de mon droit de propriété sur une chose, une servitude par exemple (art. 433), je pourrai aussi me porter caution d'une dette qu'il a contractée, ou consentir une hypothèque, un droit de gage sur un immeuble ou un meuble m'appartenant comme garantie d'une dette que mon créancier a contractée ou va contracter. Il s'agit en effet d'une sûreté fournie non pour garantir la dette à terme, mais pour en effectuer l'exécution.

Nous verrions également un paiement dans l'acceptation par le débiteur de la restitution d'une provision, déduction faite du montant de la dette de bourse.

De même que je puis payer mon créancier valablement, de même je puis valablement m'acquitter envers mon commissionnaire, malgré la nullité du contrat de commission. Une obligation naturelle survit à cette nullité. La question ne fait pas de difficulté. Il est cependant un point douteux: doit-on considérer comme une prestation valable la commission payée après la conclusion d'une opération à terme,

mais avant son règlement. C'est un courtier qui a rapproché un vendeur et un acheteur à terme. Après la conclusion du marché, les parties lui ont acquitté sa commission; ce paiement est-il valable. Le Reichsgericht décide par la négative: l'opération n'a pas été réglée; elle ne le sera qu'à l'échéance (1). Nous déciderions par l'affirmative. A peine est-il besoin d'invoquer l'équité. Mais l'équité doit autant que possible s'appuyer sur le texte. Elle nous semble ici le pouvoir: car il nous semble que l'on peut considérer comme une prestation intervenue après le règlement de l'opération le paiement fait au courtier de son droit de commission. L'opération est réglée au point de vue du commissionnaire, lorsqu'il a procuré à son commettant une contre-partie; et que cette contrepartie s'est mise d'accord avec son commettant. La conclusion de l'opération à terme et le calcul du droit de commission d'après le montant de cette opération, nous paraît devoir être considérée comme le règlement du contrat de commission, le paiement comme un paiement après règlement. Tout droit de répétition doit être écarté.

Un point beaucoup plus délicat que ceux que nous avons examinés jusqu'ici résulte de la question de savoir, dans quelle mesure la lettre de change peut être considérée comme une prestation en exécution d'une dette de bourse. Nous résoudrons cette difficulté avec la majorité des auteurs par une distinction (2): a) la lettre de change est-elle tirée et signée par le débiteur après le règlement de l'opération, elle constitue une reconnaissance de dette; elle est donc nulle en

(1) Arrêt 13 juillet 1901.

(2) Cf. Staub *Kommentar* op. cit. II, p. 1335 et 1336. Wermert. *Bœrse*, op. cit. p. 343, s.

vertu de l'art. 66, qui l'exclut expressément dans tous les cas et à toutes les époques (1).

A cette lettre de change nous assimilerions le billet à ordre. Nous assimilerions encore à l'émission d'une lettre de change l'acceptation par le débiteur d'une lettre de change tirée sur lui par son créancier. L'acceptation n'est pas une prestation, elle équivaut à une simple reconnaissance (2). A l'échéance le débiteur pourra refuser de payer sans encourir les conséquences du défaut de paiement à l'échéance d'une lettre de change. Tel est le principe: le débiteur ne peut faire indirectement en signant une lettre de change, ce qu'il lui est interdit de faire directement. Il ne peut reconnaître une dette de bourse. Il pourra répéter sa lettre de change, tout comme il répéterait une reconnaissance faite sous une autre forme. A ce principe nous admettrons des exceptions.

Ce sera le cas notamment, lorsque le débiteur ayant tiré sur un tiers aura fourni provision avant l'échéance au tiré. Du jour de la provision le débiteur cesse de pouvoir répéter sa lettre de change: il y a prestation en exécution d'une dette de bourse dans le fait seul d'avoir fourni provision. Ce sera le cas encore lorsque la lettre de change est tirée sur un banquier avec lequel le débiteur est en compte-courant: la lettre de change équivaut ici non plus à une reconnaissance de dette, mais à la disposition d'une partie d'un crédit en banque au profit de son créancier. Il y a prestation en exécution. Nous déciderions de même bien entendu si le débiteur donnait cet ordre à un banquier au moyen d'un chèque, et par là nous touchons à une question extrêmement pratique:

(1) Certains auteurs, Cosack. trad. f. op. cit. p. 216. admettent que la reconnaissance de dette et la prestation de sûretés sont possibles après le règlement de l'opération. C'est faire table rase du texte.

(2) Arrêt du Reichsgericht, 28 mai 1902. *Entscheidungen,* t. 51, p. 357-362.

les virements effectués par le Berliner Kassenverein au moyen des chèques verts (1), de son compte virement sur titre sont valables indépendamment de toute inscription des parties sur le registre de Bourse.

Nous déciderions encore de même au cas où le bénéficiaire de la traite l'a escomptée avant l'échéance. Il y a paiement prestation en exécution. Le tireur savait que sa lettre de change pouvait être escomptée. Le sachant, il a implicitement permis au bénéficiaire de l'escompter. Il a voulu payer sa dette de bourse. Sans doute on objectera: la nullité de l'art. 66 devient toute théorique et imaginaire. C'est très exagéré. Le tireur n'avait qu'à interdire la transmission à un tiers de la lettre de change: il aurait ainsi manifesté la volonté claire et nette de se réserver son exception de registre. Il ne l'a point fait, il doit en subir les conséquences. Dans son premier état la jurisprudence du Reichsgericht était en sens contraire: elle voyait dans l'endossement un acte contraire aux bonnes mœurs et le débiteur à terme obligé de payer la lettre de change endossée à un tiers subissait un préjudice résultant d'un acte contraire aux bonnes mœurs. Il avait droit à réparation de ce préjudice (art. 826, C. civ.). Il avait une condictio indebiti (art. 912, C. civ.). Il pouvait même avant l'échéance répéter la lettre de change; car l'art. 66 exige que la prestation soit volontaire; et l'endossement l'exposait à effectuer une prestation involontaire (2). Dans son dernier état, la jurisprudence se montre plus large: elle décide comme nous que la lettre de change peut valablement être passée à l'ordre d'un tiers, sauf réserve expresse du tireur s'y opposant (3). Telles sont les exceptions à notre principe.

(1) Cf. supra p. 73 et s. de cette étude.

(2) Arrêt du 28 mai 1902 déjà cit.

(3) Arrêt du 10 avril 1905. *Entscheidungen des Reichsgerichts* t. 55 p. 196. Zadig. op. cit. p. 35. Wolfrum. *Zur Reform des Bœrsenwesens.* Aussig. Becker, p. 21.

Elles sont si larges qu'elles englobent presque la règle. Arrivons à notre deuxième hypothèse.

b) La lettre de change donnée en paiement de dettes de bourse porte déjà la signature d'un tiers. Le débiteur à terme endosse à l'ordre de son créancier une lettre de change dont-il est lui-même créancier. Il y a ici paiement et non reconnaissance de dette: la lettre de change joue le rôle dans ce cas de la monnaie. Le débiteur affecte une partie de son patrimoine au paiement de sa dette. Il y a prestation en exécution. Personne ne le conteste.

Déciderions-nous de même si le débiteur souscrivait au profit de son créancier un engagement, d'où il ressortirait qu'il est désormais débiteur à titre de prêt. Evidemment non. Il y a ici reconnaissance de dette nulle (1). Mais il n'en serait pas de même de l'emprunt fait à un tiers dans l'intention de payer le créancier d'une dette de bourse. La remise de la somme d'argent empruntée à ce tiers constituerait assurément un paiement valable.

Mais comment ce paiement devra-t-il être imputé au cas où le débiteur est obligé envers son créancier tout à la fois en vertu d'opérations à terme nulles et d'opérations pleinement valables. L'art. 366, C. civ. décide que le débiteur est libre d'indiquer la dette qu'il entend amortir. N'use-t-il pas de ce droit, c'est la dette offrant le moins de garantie au créancier. qui est considérée comme amortie. Dans notre hypothèse ce sera donc la dette à terme de bourse. Les mêmes principes seraient naturellement applicables en cas de concours de plusieurs obligations naturelles. Une dette prescrite garantie par une caution et une dette à terme de bourse sont-elles dues par le même débiteur au même

(1) En ce sens : Arrêt du 14 mai 1902. Bank-Archiv., 1902-1903, p. 10-12. Zadig, op. cit. p. 35 et 36. Staub. *Kommentar*. op. cit. p. 1336 note 3.

créancier, le paiement pur et simple, éteindra d'abord la dette à terme, et le reste s'imputera sur la dette prescrite.

La dette à terme de bourse peut être payée; elle peut aussi servir de base à une consignation (art. 372-386, C. civ.); elle peut encore être opposée en compensation (art. 387, C. Civ.). Mais sur ce dernier point quelques explications sont nécessaires. L'art. 390 porte en effet, qu'« un droit soumis à une exception ne peut pas être compensé ». Le droit résultant d'une opération à terme de bourse nulle est soumis à une exception. Que signifie donc l'art. 390 et dans quelle mesure affecte-t-il notre principe? La réponse à cette question exige l'explication sommaire du fonctionnement de la compensation en droit allemand. Le droit allemand ignore la distinction du droit français entre la compensation légale et la compensation facultative. Elle est possible toutes les fois que deux personnes se trouvent respectivement créanciers et débiteurs d'objets de même genre (art. 387). Elle résulte dans ce cas d'une déclaration faite par l'une des partie à l'autre (art. 388).

L'art. 390 s'éclaire alors et son interprétation devient très simple. Il est destiné à protéger le débiteur, qui disposerait à l'égard du créancier, dont il est lui-même créancier, contre une compensation faite au mépris de l'exception dont il dispose à l'égard de ce dernier. Mais l'art. 390 ne va pas plus loin; et par suite le débiteur protégé par une exception pourra parfaitement effectuer la déclaration de compensation nécessaire pour compenser sa dette avec sa créance. Revenant alors à notre hypothèse des dettes d'opérations à terme de bourse nulles, la compensation ne sera possible que dans une hypothèse, celle où le débiteur d'une dette de bourse déclarera compenser cette dette avec une créance en sens inverse pleinement valable. Mais si le débiteur peut « déclarer » la com-

pensation, son créancier ne le peut pas. De même un débiteur d'une dette à terme de bourse ne saurait déclarer la compensation de son obligation avec une créance résultant aussi d'opération à terme de bourse. Dans l'un et l'autre cas on priverait un débiteur de l'exception dont il dispose pour refuser le paiement d'une créance. Les principes du code civil, ceux de la loi sur la bourse s'y opposent : l'art. 66 exige que la prestation en exécution soit volontaire.

La dette de bourse peut être compensée; elle peut aussi faire l'objet d'une remise de dette ; l'art. 66, al. 2., n'interdit en effet que la reconnaissance de dette. Article exceptionnel, il doit être interprété restrictivement (art. 397 C. civ.).

Elle peut faire l'objet d'une cession active ou passive. Le droit allemand reconnaît en effet à côté de la cession de créance la cession de dette. Mais la cession reste naturellement sans influence sur la nature de l'obligation cédée : les créanciers ou le débiteur cédant ne transmettent aux cessionnaires que les droits ou les obligations qu'eux mêmes ils avaient. Nemo dat quod non habet. Par suite la nullité de l'art. 66 et l'exception de registre continuent à pouvoir être opposées au créancier cessionnaire et à profiter au débiteur cédé. (Art. 401 et 417. C. civ.).

Tout cela va de soi. Une question beaucoup plus controversée, beaucoup plus pratique, et que pour cette raison nous avons réservée pour la fin, est celle de la validité de la *reconnaissance du solde d'un compte-courant.* Les jurisconsultes allemands suivent ici la méthode que nous avons maintes fois préconisée au cours de ce travail, et ils se demandent quelle est la nature juridique du solde d'un compte courant. Ils sont d'accord pour y voir une compensation et une reconnaissance de dette, au moins lorsque l'actif et le passif ne se compensent pas exactement. Dans cette dernière hypo-

thèse toute exceptionnelle la reconnaissance de solde s'analyse en une simple compensation.

Ceci posé, l'actif, le passif d'un compte courant comprennent des créances ou des dettes provenant d'opérations à terme de bourse. Dans quelle mesure la reconnaissance du solde pourra-t-elle être traitée comme une prestation en exécution. Pourra-t-elle même l'être ?

Certains auteurs (1), soutiennent que l'acte de reconnaissance du solde est nul pour le tout. Se décomposant en une déclaration de compensation que ces auteurs reconnaissent valable et en une reconnaissance de dette nulle, l'ensemble de l'opération est nul en vertu de l'art. 139, C. civ. Cet article décide en effet « une opération juridique est-elle nulle pour partie elle est nulle pour le tout ». C'est le cas de la reconnaissance du solde d'un compte courant.

Ces auteurs se contentent de poser le principe sans en déduire les conséquences. Ces conséquences sont inadmissibles en théorie et en pratique. Nulle la reconnaissance du solde reste sans influence sur la situation des parties résultant du compte courant. La survie des moyens de droit accordés au débiteur à terme de bourse aboutit donc à séparer les dettes et créances de bourse des autres postes du passif et de l'actif, ce qui est contraire au principe de l'indivisibilité du compte courant. Bien mieux, lorsque la reconnaissance du solde porte sur un compte courant dont les deux postes actif et passif se couvrent exactement, cette reconnaissance s'analyse en une déclaration de compensation ; cette reconnaissance du solde est valable, Ces deux postes ne sont-ils pas exactement équivalents, la reconnaissance cesse d'être valable parce qu'elle est pour partie reconnaissance de dette. C'est évidemment inadmissible.

(1) Staub, *Kommentar*, op. cit. p. 1336, s. Zadig, op cit. p. 36 et 37.

Certains auteurs sans procéder à cette critique répudient aussi cette théorie (1). Voici leur argument. La reconnaissance de dette et la déclaration de compensation impliquées dans la reconnaissance de solde d'un compte courant ne sont pas parties d'une même opération juridique au sens de l'art. 139. C. civ.; elles sont en réalité deux opérations juridiques distinctes, dont l'une est valable, l'autre nulle. L'actif et le passif se compensent donc dans la mesure, où ils se couvrent. La seule question qui fasse difficulté est celle de savoir dans quelle mesure la reconnaissance de dette est nulle. Est-elle nulle pour le tout, est-elle nulle pour partie? M. Trumpler répond dans un article pénétrant de Zeitschrift für das gesamte Handelstecht: elle est nulle seulement pour partie et dans la mesure où cette reconnaissance constitue une reconnaissance de dette de bourse. Reste à déterminer cette mesure. On procèdera à cet effet à une compensation proportionnelle, suivant l'expression de cet auteur. Qu'est-ce à dire? Les opérations à terme représentent-elles 10 0/0 du passif, elles sont compensées par l'actif jusqu'à concurrence de 10 0/0 de cet actif. Le passif est-il de 1100 mk, l'actif de 1000, le solde de 100 et les dettes de bourse se montent-elles à 110, elles représentent 10 0/0 du passif. Elles seront compensées jusqu'à concurrence de 10 0/0 de l'actif ou 100. Mais le passif résultant de dettes à terme est de 110; il reste donc un passif non compensé égal à 10. La reconnaissance du solde du compte courant contiendra une reconnaissance de dettes d'opération à terme jusqu'à concurrence de ce chiffre. Dans cette mesure le débiteur qui a reconnu le solde de son compte courant aura reconnu une dette de bourse; dans cette mesure il a droit à opposer à une action en paiement du solde l'ex-

(1) Cf. Trumpler. art. cit. de *Zeitschrift fuer das gesamte Handelsrecht*· Wermert. *Bœrse*. op. cit. p. 312 s.

ception de registre. Cette théorie très ingénieuse et qui a eu la bonne fortune d'obtenir l'adhésion du Reichsgericht par deux arrêts récents du 14 novembre 1903 et 26 novembre 1904 (1), pourrait, semble-t-il, trouver son expression dans la formule suivante. La reconnaissance du solde d'un compte courant de dettes de Bourse nulles et de dettes valables, est nul dans la proportion où le passif nul et le passif valable se trouvent entre eux. Les tribunaux disposent ainsi d'une règle commode qui leur permet un calcul rapide et simple de la portion du solde d'un compte courant non munie d'action. Il leur suffit de calculer le pourcentage du passif total représenté par le passif résultant d'opérations à terme de bourse et de réduire le solde du compte courant dans la mesure de ce pourcentage.

Cette théorie pour être très séduisante n'est point à l'abri des objections: on lui a reproché de faire table rase de l'art. 366, al. 2, C. civ., qui ordonne l'extinction des dettes dans l'ordre où elles présentent le moins de sécurité pour le créancier. Mais la nature du compte courant et le principe d'indivisibilité commandent une dérogation à cet article: le juge n'a pas à examiner les dettes in individuo, mais en bloc. Sans doute. Mais alors n'est-il pas possible d'objecter que cette théorie fait elle aussi table rase du principe de l'indivisibilité; car ce principe s'applique aussi bien au solde du compte courant qu'à l'actif et au passif, considérés avant leur compensation. Sur ce point tous les auteurs sont d'accord. N'est-ce pas dès lors y apporter une dérogation que décider que le solde est exigible et nul pour partie.

Et s'il y a vraiment là une dérogation à un principe aussi

(1) *Entscheidungen des Reichsgerichts*. Arrêt du 14 novembre 1903, t. 56, 1904, p. 19-24 et t. 59 1905, p. 192-195.

incontesté sur quel texte s'appuie-t-elle. On serait donc tenté de placer les partisans de cette théorie entre ce dilemne: la reconnaissance du solde peut être nulle ou valable pour le tout. Elle ne saurait l'être pour partie. En droit français nous n'hésiterions pas à décider qu'elle est valable pour le tout et à répudier l'opinion de M. Trumpler. En droit allemand nous l'admettrons. En droit français le compte courant non seulement forme un bloc indivisible des créances et dettes qui constituent son actif et son passif, mais encore il les nove. La question que nous examinons se fut donc présentée d'une façon sensiblement différente. L'effet novatoire du compte courant eut permis de décider, que leur entrée en compte courant avait nové les dettes de bourse et transformé d'obligations naturelles en obligations civiles. La reconnaissance de solde eut été valable qu'on la considérât comme une compensation ou comme une reconnaissance de dette. La reconnaissance de dette eut été une reconnaissance de dettes de droit civil. Mais le droit allemand n'attribue au compte courant aucun effet novatoire (1). Et notre raisonnement s'écroule. Nous admettrons donc l'opinion de M. Trumpler: nous verrons avec beaucoup d'hésitation dans l'art. 66, une dérogation au principe de l'indivisibilité du compte courant, et nous réclamerons une solution législative prompte d'une question aussi épineuse.

***

Dégageons en terminant les idées générales qui ont présidé à ces développements un peu complexes, pour bien manquer notre position en face de l'art. 66. L'art. 66 contient une règle de capacité et édicte une nullité pour incapacité

(1) Cf. Cosack trad. fr. op. cit. II. p. 171 et arrêts cités. Gruenhut dans le *Manuel d'Endemann*, 1899, p. 521.

Par là, l'exception de registre se sépare de l'exception de jeu et de l'exception de différence: la première protège le contractant non inscrit; la seconde frappe une opération. La première exception ne peut être invoquée que par le contractant non inscrit, la seconde peut l'être indifféremment par toute partie au contrat. Seul le paiement couvre la nullité de l'art. 762 et de l'art. 764; toute exécution couvre celle de l'art. 66; mais tandis que le paiement peut intervenir à tout moment dans les hypothèses de l'art. 762 et 764, l'exécution n'est valable qu'après le règlement de l'opération dans le cas de l'art. 66. En droit international l'exception de jeu est régie par les règles relatives aux contrats, c'est-à-dire par la lex loci contractus, l'exception de registre l'est au contraire par les règles relatives au statut personnel et à la capacité c'est-à-dire par la loi du domicile.

CHAPITRE IV

L'Objet de l'opération à terme de Bourse

Jusqu'ici nous nous sommes borné à envisager la partie subjective de l'intervention du législateur en matière de bourse. C'est d'après le sujet du contrat, qu'il intervenait pour déclarer nulle telle ou telle opération. Nous abordons maintenant la partie objective de cette intervention : c'est à l'objet du marché à terme de bourse que sont relatives les règles à l'examen desquelles nous arrivons. Elles sont relatives à l'admission des marchandises et des valeurs au marché à terme, à l'interdiction du marché à terme sur certaines valeurs et certaines marchandises.

SECTION I

ADMISSION DES MARCHANDISES OU DES VALEURS AU MARCHÉ A TERME DE BOURSE

Les conditions d'admission des marchandises ou des valeurs au marché à terme font l'objet d'un article spécial, l'art. 49 de la loi sur la Bourse.

Dans le silence de cet article nous déciderons que toute

personne est admise en principe à accomplir les formalités nécessaires à cette admission, serait-ce pour le compte d'un tiers. Ces formalités sont du reste assez simples. Elles consistent dans une demande d'admission au terme; elles consistent dans une enquête et dans une décision des autorités de la Bourse. L'enquête n'est nécessaire qu'au cas d'admission à terme de marchandises. L'art. 49 est muet à ce sujet pour les valeurs. Avant l'admission de marchandises quelconques au marché à terme, les autorités de la bourse doivent prendre dans chaque cas particulier l'avis des représentants des branches de productions intéressées. Cet avis fait l'objet d'un rapport au Chancelier de l'Empire, qui prescrit, s'il y a lieu une nouvelle enquête. L'admission au terme ne peut avoir lieu que sur déclaration du Chancelier qu'il n'y a pas lieu de procéder à une enquête supplémentaire.

Après cette enquête les autorités décident souverainement, s'il y a lieu d'admettre la marchandise au terme. Elles se conformeront dans la décision au règlement de la bourse, où l'admission est demandée. Elles procéderont de même pour les valeurs.

La décision est-elle favorable, un trafic à terme est ouvert à la Bourse; les marchandises, les valeurs sont cotées en Bourse, les parties bénéficient des avantages matériels et juridiques que la bourse offre aux spéculateurs. Tout cela va de soi. Nous n'insisterons pas. La décision est-elle défavorable, les opérations auxquelles ces marchandises donneraient lieu ne peuvent ni être conclues en bourse, ni être négociées par des courtiers. Il est interdit de publier une cote des cours de ces opérations et de la répandre dans le public (art. 51). Nous aurons l'occasion de revenir sur ce point dans un instant.

Ce qu'il importe de remarquer ici, c'est que l'art. 49 con-

tient des règles de forme. Règles de forme, ces règles s'appliquent aux opérations à terme de Bourse proprement dites à l'exclusion des opérations à terme indirectes ou déguisées. De la sorte un marché à livrer analogue à un véritable marché à terme de bourse reste possible en dehors de la bourse: il prépare l'admission des valeurs ou des marchandises à la Bourse elle-même. Quand une valeur a fait ses preuves au marché en banque ou au marché organisé par des associations particulières, elle est admise à la cote officielle. Mais ce marché à livrer reste soumis bien entendu à toutes les règles de fonds relatives à la capacité des parties et à l'objet des contrats à terme de bourse. Il serait en effet irrationnel de protéger le public contre les tentatives du marché à terme officiel et de lui laisser libre accès au marché à terme libre ou en banque infiniment plus dangereux.

Toutefois ces réunions n'ont pas le caractère de réunions de bourse. Et nous n'approuvons pas la décision du Conseil d'Etat allemand ordonnant la fermeture du Palais des Fées (1), sous le prétexte que les réunions qui s'y tenaient, étaient des séances de Bourse, le Palais des Fées une bourse.

SECTION II

INTERDICTION DU MARCHÉ A TERME SUR CERTAINES MARCHANDISES ET SUR CERTAINES VALEURS.

Nous n'en dirions pas autant des règles relatives à l'interdiction de faire, de certaines marchandises et de certaines valeurs, l'objet d'opérations à terme de Bourse. Il s'agit ici incontestablement de règles de fonds. Le marché à terme

(1) Wermert. *Bœrse*, op. cit. p. 96-180 expose en détail cette question.

de Bourse est interdit sur les céréales et les produits de la meunerie. Il est interdit sur les actions et les parts d'entreprises minières et industrielles, sur les actions de sociétés par actions, ayant un capital inférieur à 20 millions de marks. Il peut être interdit sur tout produit ou sur toute valeur dans certaines conditions.

Nous allons étudier successivement, l'origine de ces interdictions, ces interdictions elles-mêmes, leur sanction.

L'origine de ces interdictions est intéressante à connaître, car elle nous montre combien le Reichstag a dépassé la commission d'enquête sur la Bourse dans son intervention contre le marché à terme.

Dans le système de la commission d'enquête, le Registre de Bourse n'avait été établi que pour les marchés à terme sur marchandises. On l'avait écarté pour les valeurs en considération du nombre considérable d'individus ayant des raisons légitimes d'opérer à terme sur valeurs : on conçoit mal un avocat, un fonctionnaire, un officier, achetant 1.000 sacs de café ou 100 balles de sucre. On le conçoit parfaitement concluant une opération à terme sur valeurs, pour effectuer un placement. Tout capitaliste aurait de justes raisons d'opérer à terme, et qui n'est pas capitaliste de nos jours? Nous n'insisterons pas sur tout ce que ce raisonnement contient d'inexact. Le Reichstag le repoussa et étendit l'institution du registre aux marchés sur valeurs. Mais la commission d'enquête ayant écarté le moyen du registre comme remède à la spéculation à terme sur valeurs, était par là même conduite à proposer un autre mode d'intervention. Au lieu de procéder à la distinction de la spéculation légitime et de la spéculation illégitime en s'attachant à la qualité du contractant, elle s'attachait à l'objet du contrat : elle proposait d'interdire le marché à terme sur certaines valeurs. C'est moins ici le jeu

que l'agiotage, que la commission d'enquête se proposait d'atteindre.

Une société par actions dont le capital est faible, court plus de risques d'assister à un accaparement de ses actions; la spéculation opérant sur un champ plus restreint, a besoin de moyens moins puissants pour agir artificiellement sur les cours. La commission d'enquête décida d'interdire le marché à terme sur les actions de sociétés par actions, dont le capital était inférieur à 20 millions de marks. C'est cette interdiction modérée dans sa forme et dans son fonds, qui devait être l'origine d'interdictions infiniment plus accusées et plus étendues. L'accaparement, l'agiotage, apparurent à la commission du Reichstag et au Reischtag lui-même comme un danger beaucoup plus général qu'il n'avait semblé à la commission d'enquête. Non seulement le marché à terme fut interdit sur les actions des sociétés ayant un capital inférieur à 20 millions de marks, mais encore sur les parts d'entreprises minières et métallurgiques.

Non seulement on interdit le marché à terme sur certaines valeurs mais encore le marché à terme sur certaines marchandises. De même que l'institution du registre avait été étendue du marché à terme sur marchandises au marché à terme sur valeurs, de même, mais en sens inverse, l'interdiction du marché à terme était étendue du marché sur valeurs au marché sur marchandises. On voit à quel point le Reichstag a dépassé la commission d'enquête sur la Bourse.

a) *Motifs de l'interdiction du marché à terme sur certaines valeurs.*

Nous savons déjà pour quel motif la loi exige un capital minimum pour que les actions d'une société soient admises au terme: on craint l'agiotage, l'accaparement.

Lors de la discussion devant la commission d'enquête, certains experts avaient, dans leurs dépositions, invoqué contre la spéculation sur valeurs minières et industrielles les griefs les plus graves. Des directeurs de banque aussi autorisés que M. Königs avaient prétendu que le marché à terme imprimait au cours des actions industrielles des oscillations de cours artificielles, nuisibles à la bonne marche de l'entreprise. Les valeurs minières telles que la Kölner Bergwerk ou Bonifacius traitées seulement au comptant présentaient peu d'oscillations dans leurs cours; celles traitées à terme tombaient parfois entre les mains d'agioteurs, dont l'unique souci était de provoquer des variations artificielles de cours. Comparait-on les cours de Bochum, traité à terme et de Phœnix, qui ne l'était pas, Phœnix présentait une courbe de cours beaucoup plus régulière (1). On alla jusqu'à accuser certains directeurs d'entreprises de s'acquitter de leur rôle de direction non d'après les intérêts de l'entreprise elle-même, mais d'après leurs positions en hausse ou en baisse à la bourse des valeurs. Ces accusations se précisèrent lors de la discussion au sein de la commission du Reichstag et au sein du Reichtag lui-même. M. Fritzen, dans la séance du 10 janvier 1896, put présenter l'interdiction du marché sur valeurs minière et sidérurgique, comme un vœu des mines et des usines elles-mêmes. « Je sais, dit-il, que des directeurs de mines très solides se plaignent de ce que leurs actions soient négociées à terme à la Bourse de Berlin », et un peu plus loin: « si une valeur minière aussi solide que Konsolidation par exemple, présente, par suite du trafic à terme à la Bourse, le même jour, des écarts de valeur de 20 0/0, un autre jour, à nouveau 20 0/0, c'est que le marché à terme devient un jeu sans justification écono-

(1) cf. *Stenographische Berichte*, op. cit. p. 1928-1930.

mique » (1). Si la loi est votée telle qu'elle, l'industrie elle-même demandera l'interdiction du terme. Cette vigoureuse intervention de M. Fritzen prit corps, l'interdiction du terme sur valeurs minières et industrielles devint le § 1 de l'art. 50 du Bœrsengesetz.

b) *Motifs de l'interdiction du marché à terme sur céréales*

Cette interdiction ne faisait pas davantage partie du projet élaboré par la commission d'enquête. Le registre, dans la pensée de cette dernière, suffisait à assainir le marché à terme sur marchandises. En réalité le registre est susceptible d'empêcher le terme de servir au simple jeu; mais l'agiotage, l'accaparement restent en dehors de son action. C'est là ce que les agrariens ne manquèrent pas de remarquer et de faire remarquer au Reichstag (2). La maigre satisfaction que lui avait accordée la commission d'enquête en permettant à des agriculteurs de participer à la détermination de la qualité type des céréales livrables en bourse, en introduisant des agriculteurs et des meuniers dans la commission d'expertise, étaient fort peu de chose en comparaison de la haine robuste que ceux-ci nourrissaient contre le terme (Bericht der B. E. K., p. 133, 131 s.).

Déjà, au sein de la commission, une proposition s'était fait jour dans ce sens; le marché à terme avait pour effet de comprimer les prix au moment de la récolte et de les trop élever avant la récolte; il nuisait ainsi, au premier cas, au

(1) *Stenographische Berichte über die Verhandlungen des Reichstags*, IX Legislatur. IV. Session t. 1, p. 229 et 230. Lors de notre récent séjour en Allemagne il nous a été affirmé que l'un des personnages les plus influents du cartel de la houille s'était déclaré favorable à la suppression du terme sur valeur minières.

(2) Reichstagsverhandlungen, op. cit. p. 228.

producteur, au second au consommateur. Ce serait l'orge dont les cours varieraient le moins et l'orge ne se négocie pas à terme. Les négociants profiteraient en effet, du terme et des facilités qu'il offre pour imprimer aux cours des variations artificielles; ils les déprimeraient, notamment en vendant à découvert. Il les déprimerait encore en fixant une qualité tout à fait inférieure comme qualité type des céréales livrables en bourse. Le terme, en diminuant les risques d'importation, favoriserait le producteur étranger au détriment du producteur national (1). Ces raisons cependant, ne triomphèrent pas, mais les agrariens allaient les reprendre une à une devant le Reichstag, transformer progressivement leurs attaques en un amendement, qui finit par obtenir la majorité devant la Chambre allemande. Dès la première séance de la discussion, le 9 janvier 1896, M. Von Cuny constatait déjà l'utilité du marché à terme sur marchandises; sans cependant attaquer de front le marché à terme en général, il présentait la question comme devant être étudiée pour chaque marchandise. Sans donner cette opinion pour une opinion personnelle, il rappelait que certains préconisent son interdiction sur les céréales (2). A la même séance, M. Von Kanitz Podangen laissait percer le même sentiment (3). Le 10, M. Fritzen se déclarait prêt à la voter (4).

Le marché à terme sur céréales devait cependant sortir indemne de la première discussion de la loi sur la Bourse : seule la deuxième devait lui porter le coup fatal. Entre temps, un mouvement d'opinion s'était dessiné en faveur de cette inter-

(1) Cf. Rapport de M. Gamp à la Commission du Reichstag *Drucksachen* IX Legislatur IV Session 1895-96, n° 216, p. 39.

(2) *Reichstagsverhandlungen*, *cit.*, p. 226.

(3) *Reichstagsverhandlungen*, *cit.*, p. 201 s.

(4) *Reichstagsverhandlungen*, *cit.* p. 230.

diction; une proposition avait été déposée dans ce sens par MM. Fuchs et Schwarze (1), et, dans la séance du 23 avril 1896, M. Schwarze pouvait présenter sa proposition comme « une réclamation de l'ensemble de l'agriculture allemande » (2). Il rappelait les griefs qui s'étaient déjà fait jour au sein de la commission du Reichstag: trois arguments essentiels déterminèrent le Reichstag: le marché à terme en permettant la vente à découvert, la vente d'un blé de papier, comme on aimait à le répéter, déprime les cours, et permet au négoce d'exploiter le propriétaire. On ajoutait: le blé type de Bourse est de très mauvaise qualité; c'est sur le prix de ce blé que se forment les cours, et ces cours servent ensuite de base aux achats par les négociants aux propriétaires. Enfin, le terme favorise l'importation et empêche le droit de douane de jouer (3). Les libéraux opposèrent d'assez faibles arguments. Un socialiste, M. Singer, avança un argument plus topique: l'hostilité des conservateurs provenait de ce que la spéculation ne leur avait pas été heureuse, et il prétendit que le président du Bund der Landwirte (Ligue des Agrariens), M. de Plœtz spéculait encore en 1894 et 1895 sur céréales! La proposition Fuchs n'en fut pas moins votée et le marché à terme sur céréales et produits de la meunerie interdit, malgré l'opposition formelle du gouvernement (4).

Telles furent les raisons qui décidèrent le Reichstag à introduire dans la loi une interdiction assez large de terme. Toutefois, le terme restait encore possible. Possible, il pouvait donner lieu, soit sur les produits, soit sur les valeurs, à des

(1) *Drucksachen*, cit. n° 201.

(2) *Reichstagsverhandlungen*, IX. Legislatur IV. Session, p. 2035.

(3) *Reichstagsverhandlungen* IX. Legislatur, IV. Session Disc. Schwarze, p. 2036 et 2036. Von Kanitz, p. 2051. 2055. Gamp, p. 2113.

(4) Déclaration de M. Von Berlepsch ministre du commerce à la séance du 30 avril 1906, p. 2041-2043.

abus du genre de ceux qui avaient motivé son interdiction sur d'autres. Le Bundesrath, les autorités de surveillance sont déléguées à la charge d'interdire le marché à terme sur certaines valeurs ou certains titres. Le Bundesrath reçoit en outre le droit de soumettre les opérations à terme de bourse à certaines conditions; autrement dit, il a droit de modifier ou de compléter les usances de Bourse.

Précisons un peu l'interdiction légale du terme, la possibilité de son interdiction extra-légale, les pouvoirs spéciaux du Bundesrath.

Pour les valeurs l'interdiction porte sur les parts d'entreprises minières ou industrielles, sur les parts de toutes autres sociétés dont le capital est inférieur à 20 millions de mk. L'expression « part » est aussi générale que possible, il faut donc y comprendre, non seulement les actions d'une société, par actions, mais encore tous les autres titres représentant une portion de capital d'une société minière ou industrielle. La question s'est présentée dans la pratique pour les Kuxe, négociés surtout aux bourses de Düsseldorf et d'Essen. Ce sont des parts d'entreprises constituées sous la forme, non de sociétés par actions, mais sous la forme de Gewerkschaft, c'est-à-dire de sociétés à responsabilité limitée. Les Kuxe de ces Gewerkschaft tombaient-ils sous le coup de l'art. 50 du B. G.? Dès le 1er décembre 1900, le Reichsgericht se prononçait en faveur de l'affirmative: les Kuxe, d'après la loi prussienne sur les mines, du 24 juin 1865, art. 101, présentent en effet le caractère de meubles incorporels, et le droit les assimile à des placements de capitaux. Ces titres mobiliers se prêtent, comme les actions, à un trafic de bourse et à la spéculation, ils sont négociés et cotés en Bourse à Essen et Düsseldorf. Point de doute que la loi ne les englobe dans les termes généraux

de parts d'entreprises minières (1). En fait, les valeurs visées par cette interdiction, étaient essentiellement les valeurs de charbonnages et sidérurgiques suivantes: Dortmunder, Bochum, Konsolidation, Gelsenkirchen, Harpener, Laura et Hibernia (2).

Pour les marchandises l'interdiction porte sur les céréales et les produits de la meunerie. Il faut entendre par là, toutes les céréales: blé, seigle, avoine, maïs. Bien que les motifs de l'interdiction ne se retrouvent pas pour le riz, nous déciderions que la loi interdit également le terme sur ce dernier produit. L'interdiction s'étend aux farines obtenues par le traitement de ces diverses céréales.

Telle est l'interdiction légale: l'interdiction extra-légale est laissée à l'appréciation du Bundesrath ou des autorités de surveillance de la Bourse. Le Bundesrat est compétent pour interdire les marchés à terme de bourse proprement dits; les autorités de surveillance le sont pour interdire les opérations à terme de bourse que nous avons qualifiées d'indirectes. Que ces opérations portent sur des produits ou sur des valeurs, elles sont toujours également susceptibles d'être interdites. Qu'il s'agisse d'opérations interdites par le Bundesrath ou par les autorités de surveillance, la sanction est toujours la même, en vertu d'un renvoi express de l'art. 52 à l'art. 51.

A notre connaissance, il n'est point de valeurs qui aient été frappées d'une semblable interdiction; et, pour les marchandises le peigné de laine, en vertu d'une décision du Bundesrat de 1899 a seul été atteint par une semblable interdiction.

(1) Arrêt du 1er décembre 1900. *Entscheidungen des Reichsgerichts in civilsachen*, t. 47, 1901, p. 103-111, et arrêt du 27 septembre 1902 sur la même affaire t. 52, 1903, p. 178-181. Arrêt du 12 juillet 1902. *Bank-Archiv.*, 1902-03, t. 2, p. 30 et 31. Arrêt 27 juin 1906. *Bank-Arch.*, 1905-06, p. 262-263.

(2) Avant sa récente tentative de nationalisation par l'Etat prussien.

Le Bundesrath a enfin le droit de soumettre les opérations à terme de bourse à certaines conditions, c'est-à-dire il a le droit de modifier et de compléter les usances de bourse. Cette disposition ne vise évidemment que le marché à terme proprement dit, car seul il est conclu suivant les usances de bourse. D'autre part, l'article 52, en conférant aux autorités de surveillance de la Bourse les mêmes droits d'interdiction, sur le marché à terme libre, qui appartiennent au Bundesrath, sur le marché à terme officiel, n'a pas reproduit au profit de ces dernières la disposition de l'art. 50: les conditions des opérations à terme de bourse indirectes restent entièrement libres.

Arrivons à l'étude des sanctions: 1° de ces interdictions; 2° du droit du Bundesrat de soumettre à certaines conditions les opérations à terme de bourse. L'art. 51 contient une première sanction: les opérations portant sur des marchandises ou des valeurs formellement exclues du terme par la loi, le Bundesrat ou les autorités de surveillance (art. 52), ne pourront ni être conclues en bourse, ni être négociées par les courtiers. Il est interdit de publier, pour ces opérations, des cotes de cours et de les répandre dans le public par un procédé mécanique quel qu'il soit : on vise surtout par là, l'imprimerie, la machine à écrire, les machines à polycopier. La sanction de l'interdiction se traduit donc par une triple interdiction : interdiction de conclure ces opérations en bourse, interdiction aux courtiers de s'entremettre, interdiction de publier des cotes de cours.

Faut-il voir dans cette triple interdiction, la seule sanction de l'interdiction édictée par le Bœrsengesetz ou en vertu de ses dispositions? Faut-il aller plus loin et appliquer à cette interdiction le droit commun contenu dans l'art. 134 (C. civ. all.) « Un acte juridique qui viole une interdiction légale est nul, à moins que la loi n'en décide autrement ».

Le Bœrsengesetz ne contient aucune dérogation expresse à cette disposition, et il serait vraiment audacieux de voir une dérogation tacite dans la sanction spéciale, que le Bœrsengesetz a édictée de son interdiction. C'est là cependant une thèse généralement soutenue en Allemagne. On s'appuie dans ce sens sur les travaux préparatoires et le discours prononcé par M. Koch, gouverneur de la Reichsbank, commissaire du gouvernement au Reichstag pour les discussions du Bœrsengesetz, lors de la discussion en deuxième lecture. « Le projet, dit-il fixe les conséquences de l'interdiction objectivement déterminée dans l'art. 51 et à mon avis, *les épuise*... Ces opérations sont exclues des locaux de la bourse, les courtiers ne peuvent s'entremettre, il n'y a pas de cote officielle publique. Le marché à terme est ainsi exclu de la Bourse » (1). C'est sur ce passage du discours de M. Koch que les jurisconsultes allemands s'appuient pour écarter l'application du droit commun et de l'art. 134. Le Reichsgericht repousse cependant cette interprétation dans son arrêt du 1er décembre 1900 : il reconnaît qu'elle trouve dans le passage cité du discours de M. Koch, un « appui appréciable » ; mais, revenant au texte, il ne trouve dans le texte aucune manifestation expresse de volonté de limiter à l'art. 51 les conséquences de l'interdiction, aucune manifestation expresse de volonté de déroger au droit commun. Une pareille dérogation permettrait même de ressusciter en dehors de la Bourse le marché à terme que l'on aurait voulu supprimer. La sanction de l'interdiction consiste non seulement dans l'exclusion de la bourse, mais dans la nullité de l'opération.

Cette argumentation du Reichsgericht ne nous convaincrait pas, s'il ne nous était possible de trouver, dans les travaux

(1) *Reichstagsverhandlungen*, IX. Legislatur, IV Session, p. 2.119.

préparatoires, de bonnes raisons de penser que M. Koch n'a pas été suivi par le Reichstag dans sa manière d'interpréter l'interdiction des art. 50 et 51. M. Koch a exprimé, en effet, un avis personnel, et rien de plus: « à mon avis », dit-il. Cet avis a-t-il été aussi celui du Reichstag? Nous ne le croyons pas. M. Koch est un libéral, et les décisions de la commission d'enquête, dont il était le président, donnaient la mesure de son interventionnisme: ces décisions ne proposaient point l'interdiction du terme sur aucune marchandise. La loi sur la Bourse, surtout dans ses art. 50 et 51 est l'œuvre des agrariens. Les agrariens partageaient-ils l'avis de M. Koch? Les circonstances dans lesquelles cette intervention de M. Koch s'est produite, nous prouvent manifestement le contraire. M. Von Arnim avait déposé sur le bureau du Reichstag, un amendement à l'art. 50 édictant la nullité de droit civil (civilrechtliche Unwirksamkeit) des opérations à terme interdites, alors même qu'elles seraient conclues à l'étranger (1). Amené à développer cet amendement, il s'exprima de la façon suivante: « il est juste, puisque les opérations à terme sont interdites et que, comme je le suppose, toute action leur est refusée à l'intérieur », que nous traitions de même les opérations conclues à l'extérieur et que nous refusions aux jugements étrangers l'exequatur. Sans doute, l'amendement Von Armin ne fut pas voté. Il eut constitué une violation manifeste des principes les plus certains du droit international. Les contrats sont régis par la « lex loci contractus » en principe. Mais il manifestait nettement l'opinion des agrariens sur la portée de l'interdiction

(1) *Drucksachen, cit.* n° 126. Les actions résultant de marché à terme de bourse sur céréales et produits de la meunerie sont refusées même si elles sont conclues à l'étranger. Les prestations effectuées seront sujettes à répétition. »
« L'exécution des jugements des tribunaux étrangers concernant les opérations à terme interdites par la loi est interdite ».

de l'art. 50, et c'est là le point qu'il importait ici d'élucider. Le Reichstag a-t-il suivi M. Koch, a-t-il, au contraire, suivi M. Von Arnim? La réponse ne nous paraît pas faire de doute.

Ceci posé, nous sommes amené à étudier l'action en nullité de l'art. 50, à préciser les personnes à qui elle appartient, quelles opérations elle frappe. Et, après l'avoir ainsi définie, nous la comparerons avec l'action en nullité de l'art. 66.

Action en nullité pour violation d'une interdiction légale, elle appartiendra indifféremment à l'un et à l'autre des contractants. Peu importe, bien entendu, que ces contractants soient ou non inscrits sur le registre de bourse, dans tous les cas le contrat viole une interdiction légale, il est nul en vertu de l'art. 134, C. civ.

Le droit d'invoquer appartient aux contractants ou à leurs ayant-causes bien entendu. Les héritiers, les créanciers même des contractants pourront invoquer la nullité de ces opérations à terme interdites. Le syndic de faillite représentant la masse des créanciers, jouira du même droit.

Mais il faudra bien distinguer au point de vue de cette nullité, les opérations à terme de bourse proprement dites et les opérations à terme indirectes ou déguisées, les opérations conclues en Allemagne et celles conclues à l'étranger.

Le Bundesrath est compétent pour interdire les opérations à terme de bourse proprement dites et les autorités de surveillance de la Bourse pour interdire les marchés à terme de bourse indirects. Le terme a-t-il été interdit par le Bundesrath sur certains produits ou certaines valeurs, tout trafic à terme de bourse proprement dit, est nul. Un trafic à terme en dehors de la Bourse, reste valable: il est seulement exclu de la Bourse (art. 51, al. 2).

S'agit-il d'un marché à terme libre sur valeur ou sur marchandises soit qu'il soit exclu de la Bourse, soit que son

admission à la Bourse n'ait pas été demandée, il est valable en principe. Mais il peut être interdit par les autorités de surveillance de la Bourse. Les opérations à terme auxquelles il donnerait lieu seront nulles en vertu de l'art. 134 du C. civ.

L'interdiction légale des paragraphes 1 et 2 de l'art. 50 ne distinguant pas, s'applique à la fois au marché officiel et au marché libre. Les opérations à terme de bourse proprement dites ou indirectes sont nulles.

Tout cela va de soi. Cette nullité étant la nullité d'un contrat pour violation de la loi, se rattache par là-même au droit des contrats et obligations. C'est donc la « lex loci contractus » qui déterminera en droit international sa sphère d'application: valable pour les opérations conclues en Allemagne, elle ne sera pas applicable aux opérations conclues par un Allemand dans une bourse étrangère. Ainsi le veulent les principes; ainsi l'a décidé le Reichstag en repoussant l'amendement de M. Von Arnim que nous avons déjà eu l'occasion de signaler. L'opération à terme de bourse interdite, est donc soumise à une double sanction, à la sanction de l'art. 51 B. G., à celle de l'art. 134 C. civ. En vertu de ce dernier article,elle est nulle. Est-ce à dire qu'aucune obligation ne survit à cette nullité? Nous ne le pensons pas. Ici encore une obligation naturelle survit à la nullité de l'art. 134. Elle résulte de l'article 814 C. civil., qui décide « ce qui a été presté en vue d'exécuter une obligation, ne peut être répété, quand le débiteur s'en acquitte sachant qu'il n'était pas obligé à cette prestation ou quand cette prestation correspondait à un devoir moral ou de convenance. »

Il ne peut s'agir ici, d'un devoir moral ou de convenance: l'article 814 vise par ces termes, les obligations qui existent entre certaines personnes déterminées, à raison des liens d'affection ou autres qui les unissent. La prestation en exécution

d'une opération à terme de bourse ne saurait être considérée comme telle (1). Elle ne sera donc valable que dans la mesure où elle aura été effectuée par une partie consciente de la nullité. La septième Chambre du Reichsgericht, par un arrêt du 19 janvier 1906, distingue : le débiteur était-il un banquier, il est présumé avoir connu la nullité et presté en connaissance de cette nullité (2). Il n'en est pas de même s'il n'était pas un banquier. La Première Chambre, au contraire, celle qui, depuis 1900, connaît en principe des opérations à terme de bourse, décide, par un arrêt plus récent, du 27 juin 1906, qu'il n'y a pas lieu d'opérer cette distinction entre le banquier et une autre personne. Cet arrêt mérite d'être approuvé : une présomption doit résulter d'un texte. Il n'est point de texte qui établisse cette présomption contre les banquiers. D'autant mieux que cette solution admise pour les banquiers, il n'y aurait vraiment aucune raison pour ne pas l'étendre à toute personne, négociant, financier, avocat, homme d'affaires, qui, par sa situation, sa profession, ses connaissances, pourrait également être présumée avoir presté en connaissance de la nullité. Remarquons du reste que cette solution n'est point tellement défavorable au débiteur d'une dette de bourse qui a payé et agit en répétition de ce qu'il prétend avoir payé par erreur. En droit français la preuve de son erreur eut été à sa charge. Il est demandeur. En droit allemand, elle à la charge du créancier de la dette nulle : le droit allemand présume que l'on ne paie que ce que l'on doit ou ce que l'on croit devoir. L'erreur étant présumée, le défendeur pour triompher, doit prouver l'absence d'erreur.

(1) Dans ce sens : arrêt du Reichsgericht du 11 octobre 1903. *Bank-Archiv*, t. 3 p. 79.

(2) Arrêt du 19 janv. 1906 *Bank-Archiv*. t. 5 p. 118 (7e Chambre). Contra arrêt du 27 juin 1906 *Bank-Archiv*. t. 5. p. 262 (1re chambre).

Ceci posé, l'étendue de l'obligation imparfaite de l'art. 814 est aussi large que possible: la dette peut être payée, compensée, remise, transmise activement et passivement et même reconnue (art. 812, C. Civ.). La loi emploie ici l'expression prestation en exécution, sans restriction d'aucune sorte. Et par là, l'obligation imparfaite de l'art. 814 est plus large que celle de l'art. 66 B. G.

Ce n'est, au reste, pas la seule différence qui sépare les deux nullités des art. 134 c. civ. et 66 B. G. Comme il arrivera souvent dans la pratique, que les parties jouiront pour une même opération de ces deux nullités, il importe de les mettre en parallèle, pour leur permettre d'intenter celle qui leur paraîtra la plus avantageuse.

La nullité de l'article 66 produit des effets plus étendus, en un sens, moins étendus dans l'autre que celle de l'art. 134.

1° Seul, l'individu qui n'est pas inscrit sur le registre, bénéficie de la nullité de l'art. 66. Celle de l'art. 134 appartient aux deux contractants dans tous les cas.

2° La nullité de l'art. 66 frappe toutes les opérations à terme indistinctement; la nullité de l'art. 134 ne frappe que les opérations à terme interdites.

3° La nullité de l'art. 66 atteint non seulement les opérations conclues en Allemagne, mais les opérations conclues à l'étranger. Celle de l'art. 134 n'atteint que les opérations conclues en Allemagne.

4° L'obligation naturelle qui survit à ces deux nullités est plus étendue dans un cas, moins étendue dans l'autre. Dans l'hypothèse de l'article 66, la prestation en exécution n'est valable que si elle intervient après le règlement de l'opération. Les reconnaissances de dettes, les sûretés fournies sont toujours nulles. La prestation en exécution de l'art. 814 est, par contre, exposée à une action en répétition pour cause

d'ignorance de la nullité. Celle de l'art. 66 est soustraite à toute action en répétition, faute d'un texte qui l'édicte.

Reste à savoir, maintenant quelle est la sanction de l'inobservation des conditions spéciales auxquelles le Bundesrat a assujetti les opérations à terme de bourse. La loi est muette sur ce point. Cette sanction nous paraît consister dans la perte du caractère d'opérations à terme proprement dites, c'est-à-dire par conséquent dans l'exclusion de ces opérations du bénéfice des institutions de la bourse. Opérations à terme indirectes elles sont soumises aux règles qui régissent ces opérations.

Nous aurions ainsi terminé nos explications relatives à l'objet dans les contrats à terme de bourse, s'il ne nous restait encore à mentionner une disposition légale édictée en prévision du cas où l'objet proposé en livraison ne correspond pas aux conditions du contrat. L'art. 53 qui prévoit cette hypothèse est trop clair pour que nous ne nous bornions pas à le traduire: « Dans les marchés à terme sur marchandises, le vendeur est déclaré manquer à ses engagements s'il annonce la livraison d'une marchandise qui ne répond pas aux conditions du contrat, lors même que le terme de livraison ne serait pas encore expiré. Toute convention contraire est nulle. »

***

Telle est dans son ensemble la réglementation juridique dont le marché à terme a été l'objet en vertu du titre IV de la loi allemande sur la Bourse. Elle est trop complexe, elle a donné lieu à des controverses doctrinales trop nombreuses pour que nous songions même à les résumer ici. Nous voudrions seulement dégager, en terminant, les deux idées qui ont inspiré cette réglementation; après avoir reconnu les

inconvénients nombreux du marché à terme, il favorise le jeu, l'agiotage, l'accaparement, le législateur s'est efforcé d'endiguer la spéculation illégitime. Contre sa forme jeu, il a institué le registre de Bourse, contre sa forme agiotage et accaparement, il édicte l'interdiction du terme sur certaines valeurs et certains produits; pour les autres, il s'est borné à une menace d'interdiction, en conférant à certains organes le droit d'interdiction du terme.

Quels résultats cette législation a-t-elle produit? Quelle leçon expérimentale doit-on en tirer, c'est là ce que nous allons préciser en étudiant les effets de la réglementation du marché à terme de bourse par la loi de 1896.

II. — PARTIE ÉCONOMIQUE

Les Effets de la Réglementation

GÉNÉRALITÉS

Avec cette seconde partie de notre étude, nous quittons le domaine juridique pour entrer dans le domaine économique. Abordant un nouveau point de vue, nous abordons aussi de nouvelles difficultés. Au lieu de tenir à l'obscurité des textes ou des principes, elles tiennent à la complexité même des phénomènes économiques.

La Bourse n'est qu'un rouage de la machine économique; elle nous est apparue dans notre introduction comme le point de contact de la production et de la consommation soit des capitaux, soit des marchandises. Replacer les phénomènes de Bourse dans leur milieu, c'est-à-dire au centre même des phénomènes de production et de consommation, tel est le premier devoir de l'observateur scrupuleux. Une étude de l'influence de la loi sur les Bourses implique donc l'étude écrite ou non écrite de l'ensemble de la vie économique de l'Allemagne depuis 1897 jusqu'à nos jours (1). Cette étude

(1) Sur ce point : notre travail sur les « crises générales et périodiques de surproduction ». Larose et Tenin, 1907.

est vaste, complexe, susceptible de donner lieu à bien des opinions et à des opinions très diverses. Une grande impartialité est nécessaire pour opter entre ces opinions, opérer le départ de la vérité et de l'erreur, parfois même de la vérité et du parti pris. Trop souvent, en effet, les auteurs qui ont écrit sur notre matière ont parlé le langage de la passion plus que celui de l'observation raisonnée. M. Lœb ne nous parle-t-il pas de la puissance vivante du besoin, toujours plus forte que la lettre morte de la loi » (1). M. Wermert n'écrit-il pas : « les exigences de la vie économique nationale commandent de laisser battre vigoureusement ce cœur de la vie économique moderne qu'est la Bourse, de peur qu'un flot de sang ne pénètre dans toutes ses parties » (2). M. le professeur Riesser, enfin, directeur de la Bank für Handel und Industrie, n'introduit-il pas en ces termes une discussion sur notre sujet : « Quand la poussière du combat obscurcit encore le regard et que le cri de triomphe et de fureur des vainqueurs et des vaincus trouble encore notre jugement, quand le champ de bataille est encore couvert de monceaux de ruines, de morts et de blessés, il est particulièrement difficile d'examiner avec calme et objectivement les événements » (3).

N'ayant pas pris part à ces combats dont parle M. Riesser, la poussière n'obscurcit pas nos yeux ; rien ne trouble notre jugement. Espérons que cette situation privilégiée de neutre nous aidera à apprécier avec l'impartialité voulue les effets de la loi sur la bourse.

Nous préciserons en premier lieu la situation faite à la spéculation par la loi et la jurisprudence, et l'attitu-

(1) *Revue de Conrad*, 1897. p. 725.
(2) *Revue de Conrad*, 1901 p. 853.
(3) *Die Notwendigkeit einer Revision*, op. cit. p. 5.

de de la spéculation en face de cette loi. Nous déterminerons ensuite l'influence économique générale, puis spéciale de cette loi en distinguant la bourse des valeurs et la bourse des marchandises (1).

(1) Voir un bon résumé de la question. W. Lexis. *The new German Exchange Act. Economic Journal*, 1897, t. VII, p. 368-381.

CHAPITRE I

LA SPÉCULATION ET SON INSÉCURITÉ JURIDIQUE

Le législateur allemand avait eu un double but essentiel en votant le titre IV de la loi sur la Bourse: il voulait procurer aux spéculateurs compétents une pleine sécurité juridique, il voulait éloigner avec les spéculateurs incompétents le jeu, avec l'interdiction partielle du marché à terme l'agiotage et l'accaparement. La conséquence de la loi a été tout autre: elle équivaut, nous l'allons voir, à une interdiction générale du terme. Ses conséquences économiques sont donc les conséquences d'une interdiction et non d'une simple réglementation du terme.

La spéculation s'est en effet pour ainsi dire cabrée devant cette réglementation; la loi sur la bourse lui est apparue comme une loi de suspicion, et le registre de bourse comme un registre de jeu.

La spéculation a refusé une sécurité juridique, qu'elle achetait, disait-elle, au prix de son honneur et de sa considération. Le négociant, le financier, refusèrent de se faire inscrire sur un registre qui les ravalait aux yeux du public au rang de joueurs de profession.

NOMBRE DES INSCRIPTIONS SUR LE REGISTRE

	Valeurs	Marchandises
Au 1er janvier 1897.................	94	162
— 1898.................	194	236
— 1899.................	175	213
— 1900.................	175	212
— 1901.................	390	197
— 1902.................	351	187
— 1903.................	309	197
— 1904.................	284	199
— 1905.................	262	209

On chercha au terme des succédanés: nous avons déjà eu l'occasion de les décrire dans notre partie juridique; nous n'y reviendrons pas. Rappelons seulement ici que le Reichsgericht déclara tous ces succédanés soumis à la même condition de validité que les opérations à terme de bourse proprement dites. Mais la Bourse n'en continua pas moins à les pratiquer; elle voulut montrer que les gens de bourse étaient assez honnêtes pour opérer indépendamment de toute sécurité juridique et de toute sanction légale.

A la Bourse des marchandises, les dispositions de la loi sur la bourse en général et plus particulièrement les dispositions des articles 66 et 50 provoquèrent immédiatement une véritable révolution. Nombre de bourses furent désertées par leurs assidus de la veille, bientôt fermées faute de visiteurs. Des associations privées se fondèrent, ressuscitant dans ses moindres détails l'institution de la Bourse, dont le nom était seul changé. A Halle, Magdebourg, Stettin, de semblables associations prirent naissance. Seule dans toute l'Allemagne, la Bourse des marchandises de Hambourg consentit à accepter la loi; on se fit inscrire sur le registre. A Berlin,

par contre, le cri de protestation fut unanime; on abandonna les locaux de la Bourse, on abandonna les bordereaux de bourse, les usances de Bourse. Sans entrer dans tous les détails de cette insurrection souvent décrite, non seulement dans les ouvrages de langue allemande, mais encore dans ceux de la langue française (1), nous nous bornerons à en décrire les sommets.

La fermeture de la Bourse des marchandises et la création d'un Verein Berliner Getreide-und Produktenhändler, qui tenait des séances quotidiennes au Palais des Fées, pour traiter à terme les céréales, farines, huiles, sucre, malt, etc., sur la base des bordereaux dont nous avons donné l'analyse dans notre partie juridique, mérite d'être signalée au premier plan. Mais un gouvernement aussi autoritaire que le gouvernement impérial, ne tarda pas à s'émouvoir d'un pareil défi lancé à une loi d'empire. Un arrêt du Conseil d'Etat du 29 novembre 1898 assimilait les réunions du Palais des Fées à des séances de bourse, le Palais des Fées a une bourse. Le Palais des Fées fut fermé. Les négociants ne se déclarèrent pas vaincus pour cela. Conservant à leurs transactions à terme le caractère d'opérations à livrer, ils cessèrent de tenir des séances publiques; ils centralisèrent dans un ancien hôpital, l'hôpital du St-Esprit, ce qu'ils appelèrent des comptoirs. Chaque négociant avait son comptoir. Et les affaires à terme étaient conclues de comptoir à comptoir. Allait-on traiter ces négociations comme des négociations de bourse? Le gouvernement hésitait: le comptoir était un bureau privé, l'hôpital n'était accessible qu'aux négociants titulaires d'un comptoir. La question était tout à fait douteuse. Le clan

(1) cf. Sayous op. cit. p. 176. Pieckenbrock, op. cit. p. 215-231. Raffalovich. art. *Journal des Economistes* et *Marché financier*.

agrarien était cependant vexé de cette résistance des négociants ,la politique de la force souvent arbitraire, de tradition en Allemagne, s'apprêtait à vaincre cette dernière résistance. Les négociants devinrent plus conciliants, sur la menace de voir l'hôpital du Saint-Esprit fermé par ordre du gouvernement, des négociations furent ouvertes le 15 janvier 1900; elles aboutirent: la Bourse des marchandises fut ouverte à nouveau. Les bordereaux sur lesquels on allait opérer étaient sensiblement les mêmes que ceux en usage au Palais des Fées et à l'hôpital du Saint-Esprit (1). Mais 5 agriculteurs et 2 minotiers entraient dans le Comité directeur de la Bourse.

Allait-on pour cela pouvoir opérer à terme sans inscription sur le registre? Les opérations à livrer conclues à la bourse des marchandises n'étaient-elles pas de vraies opérations à terme de bourse? La question ne se posa jamais devant le tribunal suprême de l'empire pour les marchandises. Les négociants tinrent à prouver ainsi que la bonne foi suffisait à assurer la marche normale et régulière du trafic de bourse. Mais la jurisprudence du Reichsgericht en matière d'opérations à livrer sur valeurs ne laissait guère de doute à cet égard. On préféra une certaine insécurité juridique à l'inscription sur le « registre de jeu »; certains outsiders purent en profiter; les tribunaux d'honneur prononcèrent contre eux des condamnations. Ils gagnèrent leur procès devant les tribunaux civils. Mais on ne tarda pas à éliminer à peu près tout risque de ce côté en opérant avec prudence: les courtiers n'acceptent d'ordres que de commerçants connus et solvables. La loi sur la bourse atteignait ainsi

(1) cf. Flux. *The Berlin Produce Exchange Economic Journal*, 1900. t. x. p. 245-250.

son but de la façon la plus inattendue; le registre éloignait les profanes de la Bourse; les commerçants ne traitaient plus qu'avec des commerçants. Pour avoir tenté de s'insurger contre la loi, on donnait à celle-ci une efficacité complète et inespérée. Ce qu'il importe de retenir ici, c'est que, de 1897 à 1907, l'Allemagne a vécu sous une législation telle qu'elle équivaut à une interdiction du terme: le trafic à terme s'est réalisé sous des formes juridiques déclarées nulles par la loi ou par la jurisprudence (1).

Dans les Bourses de valeurs, l'évolution, pour être différente, n'en est pas moins sensiblement caractérisée par les mêmes traits: on n'use pas du registre; on cherche des succédanés à la bourse et aux opérations à terme de bourse. L'illégitimité de ces succédanés conduit à un épurement de la spéculation. La spéculation survit à cette illégitimité. Toutefois, la bourse de valeurs n'a jamais été fermée, la crise industrielle de 1900 a exercé sur la bourse des valeurs une influence qu'elle n'a pas eue à la bourse des marchandises, les succédanés du terme y sont plus nombreux. Sans doute, dès 1898, le Reichsgericht avait à apprécier la légitimité de l'un de ces succédanés, l'opération à livrer du droit commercial. Mais la spéculation avait eu encore peu à souffrir de l'exception de registre. On était en pleine période d'essor. La spéculation, toute à la hausse, réalisait des bénéfices. On ne songeait pas à invoquer les moyens dilatoires offerts par le bœrsengesetz. Il n'en fut plus de même après l'arrivée de la crise en avril 1900. La débâcle du marché sidérurgique mit à la charge des haussiers des différences considérables. Ils élevèrent l'exception de registre.

(1) Les négociants à la Bourse de commerce de Hambourg consentirent seuls à se faire inscrire.

En 1897, le nombre des personnes ayant opposé l'exception de registre devant le landgericht de Berlin était de 21 et le montant des sommes litigieuses atteignait seulement 101.532 marks. En 1900, ces chiffres s'élevaient brusquement à 58 et 1.470.025 marks (1). L'Allemagne donna le spectacle honteux de gens jusqu'alors parfaitement honorables et considérés se refusant à payer leurs dettes de bourse, qui étaient tout au moins des dettes d'honneur. Un rentier, dont le capital atteignait 150.000 marks, se livrait, chez un banquier de l'Allemagne du Nord, à des opérations à terme de Bourse. A sa mort sa veuve continuait ces spéculations pendant quelque temps: sans succès du reste. Son compte se soldait par une perte de 9.000 marks. Elle éleva l'exception de registre et déclara l'avoir opposée à deux autres banquiers. Dans l'Allemagne du Sud, un rentier jadis membre de la Chambre de commerce et conseiller municipal, achète 100.000 marks d'une valeur. Les cours baissent de 50 0/0. Il élève l'exception de registre, et grâce à cet artifice, réussit à conserver la propriété d'une maison de 400.000 marks, grevée d'une hypothèque de 160.000 marks seulement. Bien mieux, une Chambre de commerce de l'Allemagne du Sud cite la lettre suivante d'un spéculateur à son banquier: « j'élève l'exception de registre, parce que ma dette est trop élevée (10.000 marks); si elle avait été de 2.000 marks seulement, je ne l'aurais pas élevée. » L'exception de registre devient un moyen d'échapper à la faillite.

Un banquier de Cologne avait suspendu ses paiements;

		Nombre	Sommes
(1)	1897	21	101.532 Mk
	1899	13	97.852
	1900	58	1.170.025

D'après Wermert art. cit. de *Revue de Conrad*. 1901. p. 811.

son bilan accusait un déficit. Les tribunaux refusèrent de le déclarer en faillite, car sa suspension de paiement résultait d'opérations à terme. C'est surtout en cas de faillite que l'exception est dangereuse; car le syndic n'a pas le moindre scrupule de l'élever; il y est même légalement obligé. Les héritiers se sentent aussi beaucoup moins liés par les dettes de bourse du « de cujus »: on cite le cas d'un « de cujus » créancier de 175.000 maks et débiteur de 750.000 marks, dont la veuve éleva l'exception de registre dans l'intérêt de ses enfants mineurs. Les tuteurs n'hésitent pas, eux aussi, à invoquer la nullité des opérations à terme de bourse. Lors de la reddition du compte de tutelle ne seraient-ils pas exposés à se voir reprocher une autre attitude. Les exemples abondent; nous nous sommes borné à citer les plus intéressants. Mais le couronnement de toutes ces malhonnêtetés se trouve encore dans l'annonce de journal que relate M. Riesser. Elle est ainsi conçue: « Gens solvables mis momentanément dans l'embarras par des opérations à terme, obtiendront le moyen de se soustraire légalement à leurs obligations. Discrétion assurée » (1). L'insécurité juridique est donc complète à la Bourse. A la suite de tous ces scandales, un mouvement se dessina dans le monde des affaires en faveur de l'utilisation du registre de Bourse. Une grande association, la Stempelvereinigung. qui unit les grands banquiers et les grandes banques de Berlin décidait même le 17 août que ses membres se feraient inscrire sur le registre des valeurs et n'opéreraient plus qu'avec des individus inscrits. Cette décision se heurta à la résistance du petit et du moyen banquier. Le « Verein für die Interesse der Fondsbörse » de Berlin, composé des ban-

(1) cf. Rapport Riesser à la *30 Vollversammlung des deutschen Handelstags*. Berlin, 24 et 25 mars 1904, p. 15.

quiers moyens et petits protesta aussitôt contre cette initiative. La Stempelvereinigung maintint sa décision: le 18 septembre elle envoya à tous ses clients une circulaire leur annonçant qu'à partir du 15 octobre elle n'opérerait à terme avec eux que s'ils étaient inscrits sur le registre de bourse. Résolution inutile, on ne se fit pas inscrire. Les banquiers de province surtout résistèrent énergiquement: c'était les obliger à se faire inscrire, c'est-à-dire les priver de l'exception de registre, alors que leur clientèle, composée de particuliers plus ou moins riches, refusait catégoriquement de se faire inscrire. La Banque de province inscrite eut été légalement tenue envers la banque berlinoise, à laquelle elle transmettait les ordres de ses clients, tout en restant exposée à l'exception de registre élevée par son client.

Devant cette résistance de toutes parts, la Stempelvereinigung revenait sur sa décision du 15 octobre 1900 (1). A ce geste de soumission faisait place un mouvement de réforme. Projeté dès l'automne 1900, le Centralverband der Deutschen Bank und Bankiergewerbe voyait le jour en mai 1901. Cette association avait pour but la défense des intérêts du commerce de banque en Allemagne et l'une de ses revendications les plus constantes devait être la réforme du bœrsengesetz. En 1903, il publia un Mémoire destiné à montrer les effets funestes de cette loi. Nous l'utiliserons longuement dans l'étude, à laquelle nous arrivons, des conséquences économiques de l'insécurité juridique complète dans laquelle opère le marché à terme de bourse en Allemagne. Cette insécurité, nous croyons l'avoir démontré, équivaut à une véritable interdiction, sauf, bien entendu, les différences existant entre la nullité

(1) *Volkswirtschaftliche Chronik*, 1900, p. 437. Riesser. *Die Notwendigkeit* op. cit. p. 12 et 13.

d'une opération interdite (art. 134, C. civ.), et la nullité pour défaut d'inscription (art. 66. B. G. (1). Mais ce qu'il importe de mettre en évidence dans cette partie économique de notre travail, c'est l'insécurité complète des opérations à terme de bourse exposées dans tous les cas à une nullité.

(1) cf. p. 144 de ce travail.

CHAPITRE II

La Spéculation de Bourse et l'Évolution économique de l'Allemagne

La morale a eu durement à souffrir du Bœrsengesetz. En a-t-il été de même de la vie économique? Nous inspirant des principes que nous mettions en évidence au début de cette seconde partie, nous allons opposer l'évolution de la bourse à l'évolution économique générale de l'Allemagne, noter les contrastes ou la symétrie éloignant ou rapprochant ces deux évolutions. Ayant ainsi traité le premier plan de cette étude, nous entrerons dans le détail; nous apprécierons au point de vue économique, les succédanés du marché à terme déjà décrits dans notre partie juridique; la fixation des prix, l'assurance des risques n'ont-elles pas eu à souffrir de ces transformations. Ces transformations n'ont-elles pas eu des conséquences plus lointaines sur la concentration du commerce, sur l'importance des opérations à terme conclues à l'étranger par l'Allemagne. Et dans cette étude, l'idée dominante de ce travail, la bourse n'est qu'un intermédiaire, inspirera toujours nos jugements et nos appréciations. A ce point de vue, mettons immédiatement en évidence deux idées essentielles: un premier fait nous frappe; la parallélisme entre l'évolution de la bourse et l'évolution économique générale. Tant que l'industrie fut prospère, la bourse le fut aussi. La

loi sur la bourse n'a donc pas empêché l'Allemagne de connaître une période d'essor et une période d'essor intense. Lorsqu'arriva la crise et la dépression, la bourse commença à accuser elle aussi un malaise. Autre idée essentielle, la bourse et la spéculation ont été sérieusement atteintes par l'insécurité juridique issue de la loi sur la bourse. Malgré cet amoindrissement de la spéculation, l'industrie, le commerce de l'Allemagne ont continué à se développer prodigieusement: ce développement est même beaucoup plus rapide que celui des nations dotées d'une spéculation entièrement débridée. Nous enregistrons donc une symétrie entre l'évolution économique générale et celle de la bourse: la bourse est prospère quand la production et la consommation sont abondantes; la bourse subit une crise quand la production et la consommation subissent une crise. Nous notons un contraste: la spéculation à terme se contracte; la prospérité économique survit à cette contraction. Cette spéculation n'était-elle pas dans une certaine mesure, comme un abcès, que le législateur allemand a incisé. La révolte de l'homme de bourse contre le Bœrsengesetz, en l'amenant à n'opérer qu'avec des gens absolument sûrs n'a-t-elle pas opéré avec infiniment plus de rigueur que le fonctionnement pratique du registre le départ entre le spéculateur d'habitude et le spéculateur d'occasion, entre la spéculation légitime et la spéculation illégitime. C'est ce que nous allons examiner.

Un certain resserrement des opérations à terme de bourse mérite d'abord d'être mis en évidence. Pour lui donner une précision statistique nous nous attacherons à divers indices: mouvement de l'impôt du timbre sur opérations de bourse, affaires de courtage et de commission.

Le premier de ces indices, le rendement de l'impôt sur le timbre, mérite la première place non seulement parce qu'il est

au point de vue de sa sincérité statistique, le moins critiquable, mais encore parce qu'il permet de plano d'embrasser dans un coup d'œil d'ensemble l'évolution des bourses soit de valeurs soit de marchandises d'un pays. Sans doute, il frappe toutes les opérations de bourse, soit au comptant, soit à terme. Mais nous avons déjà eu l'occasion de signaler le développement des opérations de spéculation au comptant depuis l'entrée en vigueur de la loi sur la bourse. Pour apprécier exactement l'évolution de la spéculation prise dans son ensemble, c'est donc le rendement des impôts sur les opérations de bourse considérées dans leur ensemble qu'il convient d'examiner.

Rendement de l'impôt sur les opérations de bourse (1000 Mk)

	Allemagne (1)	Francfort (2)
	—	—
1896	13.700	1.447
1897	13.737	1.060
1898	12.803	1.006
1899	15.392	1.018
1900	14.443	923
1901	12.741	894
1902	13.562	986
1903	14.258	900
1904	15.732	969
1905	21.805	1.192

Dans son ensemble, l'évolution du rendement des impôts de timbre sur opérations de bourse laisse apparaître un léger fléchissement, si l'on considère la période 1896-1902. Ce flé-

(1) D'après *Volkswirtschaftlicher Chronik de la Revue de Conrad*, 1902-1906.

(2) D'après *Francfurter Wirtschaftsbericht* (Rapports de la Chambre de commerce de Francfort). Années 1895, p. 316, 1896 p. 350, 1897 p. 327, 1898 p. 357, 1899 p. 365, 1900 p. 381, 1901 p. 263, 1907 p. 59.

chissement en 1901-1902 est d'autant plus à remarquer qu'en 1900, l'impôt fixé au taux de 2/10 par 0/00 par la loi de 1894, fut élevé à 3/10 p. 0/00. Et dès lors, en tenant compte de cette élévation de 33 0/0 du taux de l'impôt, le fléchissement s'est maintenu jusqu'en 1904. Seule, l'année 1905 accuse un relèvement sensible; en diminuant le chiffre qu'elle accuse de 33 0/0, il resterait encore supérieur à 14.300 (000 mk.) chiffre de 1900. Les chiffres du second centre financier de l'Allemagne, de Francfort confirment pleinement cette observation; mais les phénomènes que nous constatons pour l'ensemble de l'Allemagne s'y traduisent avec une intensité et une netteté toutes particulières.

L'influence de la crise de 1900 sur le rendement de l'impôt du timbre y apparaît surtout avec une grande évidence. Et c'est là le second renseignement très intéressant que nous donne cette statistique; si nous constatons une diminution des opérations de bourse à partir de 1896, ou si la bourse ne prend qu'une part restreinte à l'essor de l'ensemble de l'organisme économique, nous constatons que cette remarque est vraie surtout pour la période 1900-1904, c'est-à-dire pour une période de crise et de dépression. De 1897 à 1899, la bourse connaît une période, sinon de grande prospérité, du moins de large aisance; et avec la reprise industrielle en 1905, le trafic de bourse se trouve à nouveau vivifié.

Les rapports des chambres de commerce confirment au reste absolument ce point de vue. Que nous prenions l'avis des Doyens des négociants berlinois dans leurs Jahrbücher fuer Handel und Industrie, celui des membres de la Chambre de commerce de Francfort ou des autres Chambres de commerce allemandes, la note est toujours la même; de 1897 à 1900, on s'occupe assez peu de la loi sur la bourse. On est d'accord pour convenir, qu'elle n'a pas eu les effets né-

fastes escomptés (1). Il n'en est plus de même à partir de 1900. Le ministère du commerce est assiégé d'adresses, de mémoires des Chambres de commerce allemandes réclamant la réforme du Bœrsengesetz et dénonçant ses effets désastreux.

Toutefois, il serait au moins risqué d'asseoir toute une série des conséquences du titre IV du Bœrsengesetz sur une simple statistique fiscale. Il importe de contrôler par d'autres indices l'exactitude des renseignements qu'elle nous a fournis. Nous procèderons à cette vérification successivement pour la bourse des valeurs, puis pour la bourse des marchandises.

Le nombre des personnes fréquentant les bourses de Berlin, Brême, Breslau, Francfort, Hambourg, Leipzig, etc., a sensiblement diminué.

Nombre des personnes fréquentant la bourse (2)

Année	Berlin	Brême	Breslau	Dresde	Francfort	Hambourg *	Leipzig	Munich	Stuttgart
1893...	2799	1359	458	—	707	278	581	107	86
1894...	2920	1349	458	—	688	260	571	99	80
1895...	2891	1346	402	—	653	267	570	99	76
1896...	2876	1355	384	45	659	264	557	95	77
1897...	2216	1376	344	40	610	253	551	94	76
1898...	2205	1374	343	42	617	249	540	90	75
1899...	2721	1343	332	45	584	238	525	87	76
1900...	3025	1345	308	44	580	238	519	85	74
1901...	2916	1343	285	44	549	233	492	85	74
1902...	2912	1343	256	45	523	233	468	90	69

* Pour Hambourg ces chiffres indiquent seulement le nombre des personnes enregistrées au registre des valeurs.

(1) cf. *Jahresbericht der Handelskammer zu Hamburg*, 1896-1899. *Bericht über die Taetigkeit der Handelskammer in Bremen*, 1896-1900, partic. 1898 p. 63. *Chambre de Commerce Leipsig*, 1897, p. 28 et 30 *de Cologne*.

(2) *Denkschrift*, op. cit., p. 65.

Sans doute ces chiffres sont sujets à critique; car ils nous sont fournis par le mémoire rédigé par le Centralverland der deutschen Bank-und Bankiergewerbe, c'est-à-dire par les représentants des vrais intéressés, les banques et les banquiers, à la réforme d'une loi hostile à la spéculation de bourse; mais les statistiques du nombre des membres d'associations de liquidation de Berlin, Francfort, Hambourg, confirment de tous points cette première statistique (1).

Nombre des membres des associations de liquidation (2)

	Berlin	Hambourg	Francfort
1896	457	170	286
1897	400	170	276
1898	393	170	261
1899	397	170	256
1900	380	170	251
1901	355	165	235
1902	339	159	232

Montant des sommes compensées (*Mill. Mk*) (*3*)

	Hambourg	Francfort (4)
1896	3.365	16.893
1897	3.070	14.831
1898	2.508	13.125

(1) Le nombre des courtiers à la Bourse de Berlin était en 1901 de 31, en 1902 de 79, en 1903 de 80, en 1904 de 79, en 1905 de 80 et en 1906 de 85, d'après *Berliner Jahrbücher für Handel und Industrie*, 1903, t. I, p. 429, 1905, t. I p. 673, 1906, t. I p. 789. Malheureusement l'organe des Doyens des négociants berlinois ne nous dit rien du montant de leurs opérations et du montant des courtages par eux perçus.

(2) *Denkschrift*, op. cit. p. 56.

(3) *Denkschrift*, op. cit. p. 56.

(4) D'après les bilans de la Banque Jordan & C°. qui se charge des encaissements pour le compte du bureau de liquidation.

	Hambourg	Francfort
1899	2.488	13.551
1900	2.353	13.302
1901	2.024	11.466
1902	1.912	7.187

Pour 12 banques de Berlin, Francfort et Hambourg, le montant des opérations à terme effectuait l'évolution suivante :

1896	6.011 Mill. Mk.
1897	5.489 —
1898	5.746 —
1899	6.881 —
1900	3.706 —
1901	2.066 —
1902	2.449 —

Pour une grande banque, la Deutsche Bank, le pourcentage des opérations à terme de bourse dans le total des opérations de bourse, atteignait en 1895 12 0/0, en 1898 6,5 0/0, en 1900 2,5 0/0. Mais gardons-nous d'exagérer la portée de ces chiffres et l'étendue de ce phénomène. Corrigeons-les par une remarque indispensable : la spéculation à terme sur valeurs se transformait à la suite du bœrsengesetz, en une spéculation au comptant sous la forme, soit de grosses opérations au comptant, soit d'opérations en compte courant des Maklerbanken ou banques de courtage.

A. — LES GROSSES OPÉRATIONS AU COMPTANT

Pour apprécier leur importance, nous disposons grâce aux bilans du Berliner Kassenverein de documents absolument précis. Nous savons déjà que la compensation des soldes

débiteurs et créditeurs des grosses opérations au comptant s'opère grâce aux comptes virements de cette dernière banque. La partie de ses encaissements liquidés par compensation nous donnera une idée des opérations de bourse liquidées par compensation. Malheureusement, la banque ne distingue pas entre les opérations sur marchandises et les opérations sur valeurs. Le compte virement sur valeurs nous donnera à cet égard des renseignements infiniment plus précis et au surplus extrêmement précieux. Ils nous permettront de suivre la transformation brusque de la spéculation, d'une spéculation à terme proprement dite en une spéculation à terme déguisée sous la forme d'opérations au comptant.

	Encaissements (Mill. Mk)	Liquidés par compensation 0/0 (1)
	—	—
1893	8.525	87,45
1894	10.393	89,02
1895	14.373	91,17
1896	11.653	90,62
1897	13.557	91,63
1898	15.177	92,52
1899	18.210	92.70
1900	16.881	92,30
1901	12.604	91,14
1902	13.913	92,10
1903	15.125	92,62
1904	15.751	91.88
1905	21.091	91,03

Cette première statistique nous montre que l'entrée en vigueur du bœrsengesetz a été le signal d'un accroissement du rôle compensateur du Berliner Kassenverein. Sans doute

(1) D'après les *Rapports annuels* du *Berliner Kassenverein.*

il importe de tenir compte de l'essor industriel et commercial qui caractérise la période 1897-1900. Mais si nous comparons les années 1893, 1894 qui sont des années de dépression aux années 1901-1904 qui sont, elles aussi des années de dépression, nous sommes bien obligé de constater la supériorité des compensations opérées pendant cette dernière dépression par rapport à celles opérées en 1893 et 1894. La loi sur la bourse a eu pour conséquence de transformer la spéculation. Mais ce qu'il importe encore de remarquer, c'est l'accroissement relativement peu considérable de son rôle d'encaisseur et de liquidateur par compensation: la spéculation a eu à souffrir de sa métamorphose: elle y a perdu en importance.

Dans quelle mesure cette métamorphose intéresse-t-elle la spéculation sur les valeurs?

Les bilans combinés du Berliner Kassenverein nous permettent de dresser une statistique d'où nous retirons une vue d'ensemble de l'évolution de la spéculation au comptant sur valeurs. Cette vue d'ensemble est malheureusement fort imparfaite. Elle résulte de l'étendue de la comptabilité du compte virement sur valeurs de cette banque et du nombre d'inscriptions en débit ou en crédit auxquelles ces opérations de virement donnent lieu annuellement. Le vice de cet indice saute aux yeux: le nombre des opérations ne nous renseigne pas sur leur montant. Nous pouvons heureusement la compléter par le montant annuel des transactions opérées (Umsatz), à l'aide de compte virement, et par une bonne fortune exceptionnelle, nous pouvons saisir sur le vif la métamorphose de la spéculation sur valeurs industrielles à la suite de l'interdiction dont elles sont frappées.

Compte virement sur valeurs (1)

Années —	Nombre des inscriptions sur les registres de comptabilité —	Montant des opérations Mill. Mk. —	Montant des opérations sur les 6 valeurs industrielles (2)	
			Mill. Mk. —	0/0 du total des opérations du compte virement. —
1890.........	118.454	6.036	896	14,84
1891.........	106.224	4.367	532	12,19
1892.........	97.513	3.328	339	10,19
1893.........	108.350	3.715	366	9,86
1894.........	119.501	5.206	492	9.45
1895.........	157.603	7.283	849	11,66
1896.........	135.468	5,308	882	16,61
1897.........	213.380	7.081	2.410	34,46
1898.........	238.423	7.514	3.201	42,60
1899.........	327.228	10.392	5.661	54,47
1900.........	357.127	8.994	4.901	54,53
1901.........	251.112	5.797	2.161	37,28
1902.........	259.865	6.102	1.939	31,77
1903.........	299.280	7.075	2.642	37,34
1904.........	306.494	6.902	2.452	35,52
1905.........	331.990	7.439	2.588	34,70

Ce second tableau nous confirme pleinement les indications du premier. Le rapprochement du montant des opéra-

(1) Tableau dressé d'après les bilans annuels du Berliner Kassenverein.

Les chiffres ci-dessus ne contiennent pas les opérations sur chèque vert, c'est-à-dire les chèques warrants, qui permettent aux déposants d'emprunter sur les titres déposés, en grevant leurs titres d'un véritable droit de gage au profit du prêteur. Ils ne nous donnent que le montant des opérations sur chèque blanc et sur chèque rouge c'est-à-dire des opérations, qui servent directement à la spéculation au comptant.

(2) Par cette expression « les six valeurs industrielles » il faut entendre les

tions de virement sur effets et des encaissements par compensation nous montre quelle place importante, prépondérante, pourrions-nous dire, la spéculation sur valeurs tient dans les opérations de compensation du Berliner Kassenverein. Il n'est donc pas étonnant, que nos remarques relatives aux encaissements trouvent ici une complète confirmation. La transformation de la spéculation en spéculation au comptant nous apparaît manifeste à partir de 1897. Que nous considérions la statistique du nombre des inscriptions sur les registres de comptabilité, celle du montant total des opérations, ou celle du montant des opérations sur valeurs industrielles, nous arrivons au même résultat. Mais cette transformation est surtout digne de remarque sur les valeurs industrielles : de 882 Mill. Mk en 1896, le chiffre s'élève brusquement à 2.440 Mill Mk. en 1897. Son accroissement de 1.558 Mill. Mk. représente presque le total de l'accroissement de l'ensemble des opérations, qui atteint le chiffre de 1.773 Mill. Mk. Reste à savoir si ces accroissements ne sont pas dus à des phénomènes étrangers à la loi sur la bourse et notamment à l'état de prospérité de l'industrie. Pour neutraliser l'influence de ce facteur très important, nous comparerons la statistique des années de prospérité avant et après le vote et l'entrée en vigueur de la loi sur la bourse. Nous procèderons de même pour les années de dépression. L'année 1890 nous représente le sommet d'une période d'essor, tout comme

titres des six grandes sociétés minières ou métallurgiques : Harpener, Laura, Bochumer, Gelsenkirchen, Consolidation, Dortmunder. Jadis on en comptait sept au lieu de six, mais les actions d'Hibernia ne sont plus négociées en Bourse depuis la tentative d'étatisation de cette mine. Tout récemment, en 1907, l'Etat a obligé les détenteurs d'Hibernia à établir un trafic et une cote en Bourse. Mais le trafic atteint juste l'importance nécessaire pour laisser apparaitre un cours sur la cote. Il n'y a plus de vraie spéculation sur ce titre.

l'année 1900. Si nous rapprochons le nombre des inscriptions, le montant total des opérations, le montant des opérations sur valeurs industrielles pour ces 2 années, nous obtenons le tableau suivant :

1890	118.454	6.036	896
1900	357.127	8.994	4.904

Si nous procédons à une comparaison beaucoup plus probante, car elle porte sur une période beaucoup plus étendue pour les années de dépression 1891-1894 et 1903-1904 nous arrivons à un résultat absolument identique :

1891	106.224	4.367	532
1901	251.112	5.997	2.161
1893	108.350	3.715	366
1903	299.280	7.075	2.642

Sans doute l'état général de l'industrie et du commerce exerce une influence incontestable sur cet intermédiaire qu'est la bourse. Mais si l'on neutralise cet important facteur, la solution ne fait plus doute.

Une statistique fournie par le Mémoire du Centralverland pour 8 banques de Berlin, Francfort et Hambourg confirme du reste pleinement les observations que viennent de nous suggérer les chiffres du Kassenverein. Le développement des opérations au comptant, surtout sur les parts d'entreprises minières ou industrielles, à la suite du Bœrsengesetz, y est encore ici manifeste. Sensible à l'essor et à la dépression industrielle la courbe de ces opérations accuse un développement plus rapide dans les années qui suivent, que dans celles qui précèdent le bœrsengesetz, pour des années de prospérité économique analogue.

Opérations au comptant de 8 banques de Berlin, Francfort et Hambourg (1)

	Total Mill. Mk.	Ind. number (1893=100)	Dont s. part d'entreprises minières.. Mill. Mk.	Ind. number 1893=100
	—	—	—	—
1893.........	2.170	100	294	100
1894.........	2.754	126,9	475	101,5
1895.........	3.790	174,6	894	303,8
1896.........	3.357	154,7	916	311,3
1897.........	4.061	187,1	1.240	421,3
1898.........	4,668	215	1,594	541,8
1899.........	5.862	270,1	2.620	890,4
1900.........	4.984	229,6	2.505	851,1
1901.........	3.942	181,6	936	318,3
1902.........	4.115	203,4	914	310.8

La spéculation sur grosses opérations au comptant a donc pris à la suite du Bœrsengesetz un développement indéniable, principalement sur les valeurs industrielles. Une série d'observations statistiques concordantes démontre cette influence ainsi que la solidarité de la bourse des valeurs et de l'évolution économique générale.

B. — OPÉRATIONS EN COMPTE COURANT.

Même constatation pour les opérations au comptant en compte courant. Mais cette constatation est plus simple, car ces opérations sont en règle générale conclues, liquidées

(1) Il est regrettable que le Mémoire ne donne pas le nom des banques sur lequel il a fait porter ses recherches. L'importance des chiffres permet cependant de présumer qu'il s'agit de grandes banques. *Denkschrift,* op. cit. p. 56.

et compensées par une même banque, généralement dénommée du nom de banque de courtage ou Maklerbank. L'examen du bilan de ces banques suffit à nous renseigner sur l'évolution de ce genre particulier de spéculation. Nous avons déjà eu l'occasion de le décrire. Nous n'y reviendrons pas. A Berlin, on comptait, avant le bœrsengesetz, trois banques de courtage. En 1907, il n'en existe plus qu'une.

Le 28 novembre 1900 une assemblée générale extraordinaire de la Maklerbank de Berlin décidait la liquidation de cette société. En 1901, le Maklerverein a absorbé le Bœrsenhandelsverein; et il reste maintenant à Berlin la seule grande banque de courtage. Nous verrons que sa situation n'est pas pour cela beaucoup plus prospère. A Hambourg, l'unique banque de courtage, la Hamburger Maklerbank, a survécu au bœrsengesetz; mais elle a été sérieusement touchée.

Pour comprendre les statistiques sur lesquelles nous allons baser notre étude de la décadence des maklerbanken à la suite du vote de la loi sur la bourse, quelques explications préliminaires sont indispensables. Les banques de courtage font le plus souvent la contre-partie des ordres qu'elles reçoivent. Mais ces ordres ne leur parviennent pas toujours directement. Des intermédiaires, sortes de remisiers de ces banques, se chargent de visiter la clientèle et de prendre... ses commandes. Les agents des banques contractent avec la garantie de la banque. Le nombre de ces remisiers, le montant des opérations de ces banques vont nous permettre de tirer de précieuses conclusions sur l'évolution de la spéculation allemande à la suite du vote du bœrsengesetz.

Banques de courtage de Berlin (1)

Années	Nombre des Représentants.	Montant total des operations Mill. Mk.	Index Number	Dont opération à terme. Mill. Mk.	Index Number
1893......	48	3.309	100	3.901	100
1894......	45	3.382	86,5	3.375	86,4
1895......	43	3.695	94,5	3.689	94,5
1896......	42	2.477	63,4	2.470	63,3
1897......	43	2.429	62,2	1.866	47,8
1898......	42	2.148	55	1.612	41,3
1899......	45	2.459	62,9	1.407	36,0
1900......	44	2.305	59	950	24,3
1901......	46	1.275	32,6	954	24,5
1902......	43	1.705	43,6	1.515	38,8
1903......	38				

Ce tableau nous permet de nous rendre un compte assez exact de la décadence des opérations de bourse et surtout des opérations à terme de bourse des banques de courtage à la suite du vote de la loi sur la bourse. Seulement, ici encore, l'essor industriel permit un moment à ces banques de résister au coup que venait leur porter la loi sur la bourse. Ici encore, la crise donna seule le signal de leur débâcle. Malgré la transformation de leurs opérations de spéculation en opérations au comptant en compte courant, elles allaient être les victimes de la dépression économique: les victimes, car toute crise est synonyme de diminution des opérations de bourse, les victimes, car l'insécurité juridique dans laquelle les plaçait les art. 66 et 50 de la loi

(1) D'après Denkschrift... op. cit. p. 57. Il nous a été impossible de compléter ces chiffres ; car les bilans des banques de courtage sont muets sur ce point. Nous y suppléerons au moyen des renseignements que nous fournissent ces bilans.

sur la bourse devait leur être bien des fois durement funeste. Le Maklerverein qui réalisait encore en 1898 un profit de 263.294,10 Mk. et de 264.145,25 en 1899 sur ses opérations de bourse voyait ce chiffre s'effondrer en 1900 à 162.481,30. Le chiffre des pertes passait de 1.770 Mk en 1899 à 15.153 en 1900. Et la courbe descendante allait se prolonger jusqu'en 1903.

Profit du Maklerverein sur opérations de bourse. (1)

Années	Montant Mk.	+ ou — par rapport à l'année précédente.	Pertes	Dividende 0/0	Intérêts perçus sur opérations en compte courant.
1898...	263.294,10		9.147,15		200.624,70
1899...	264.145,25	+ 851,15	1.770,90	9	245.615
1900...	162.481,30	— 101.664	15.153,50	7	246.452
1901...	117.191,65	— 45.289,65		5	198.551,30
1902...	149.588,40	+ 32.396,75		5	180.702,30
1903...	141.286,80	— 8.301,60	132.257,05	2	180.737,90
1904...	192.679,95	+ 51.393,15		5	184.395,55
1905...	265.991,45	+ 73.311,50		6	181.261,40
1906...	288.043,85	+ 23.052,40		7	203.081,90

A partir de 1904 un mouvement de reprise se manifeste dans l'industrie; il se traduit aussi dans les recettes du Maklerverein; toutefois, il ne faut pas oublier pour apprécier à bon escient cette reprise, que le Maklerverein bénéficie à partir de juillet 1904 de la clientèle du Bœrsenhandelsverein, dont il a entrepris la liquidation (2). Mais, en

(1) Tableau dressé d'après *Geschaeftsbericht des Berliner Makler-Vereins*, 1900, 1901, 1902, 1903, 1904, 1905, 1906 et 1907.

(2) Il est à remarquer qu'à partir de juillet 1904, le Maklerverein a absorbé le Bœrsenhandelsverein. C'est un fait dont il faut tenir compte pour apprécier son évolution à partir de 1904.

1905, 1906, pareille réserve n'est plus à apporter dans l'appréciation de l'accroissement des profits de bourse. Les banques de courtage bénéficient de l'amélioration de la situation industrielle et politique. Dans son rapport du 3 avril 1906 pour l'année 1905, le conseil d'administration attribue l'amélioration de son bilan à l'amélioration de la situation économique, aux fusions opérées dans l'industrie sidérurgique, à la paix russo-japonaise, et même à la révolution russe, qui ont constitué autant de facteurs favorables au développement de la spéculation sur valeurs mobilières. Toutefois si le chiffre de 1906 paraît accuser une véritable résurrection de la spéculation en banque et une progression, qui fait de l'année 1906 la plus fructueuse depuis 1898, il ne faut pas oublier, que le Maklerverein est en 1906 la seule banque de courtage survivant à la loi sur la bourse, à l'accroissement des impôts de timbre sur opérations de bourse en 1900, à la crise économique de 1900. Le Bœrsenhandelsverein a en effet, disparu en 1904, dans les conditions que nous venons de retracer, et la Maklerbank a procédé de 1901 à 1905 à une liquidation de ses opérations dans les circonstances suivantes: le bilan de 1900 accusait une telle diminution du profit sur courtages et sur intérêt des opérations en compte courant que le 20 novembre 1900, une Assemblée générale extraordinaire avait décidé la liquidation. Le profit sur courtages s'abaissait de 206.937,90 Mk en 1898 à 138.306,40 et le profit intérêt de 209.914,15 Mk à 160.696,90 Mk, soit une diminution de 117.848,75 (1).

Les rapports annuels de la Maklerbank de Hambourg accusent des résultats absolument analogues: même décadence de la spéculation à la suite de l'entrée en vigueur du bœr-

(1) *Geschaefts-Bericht der Maklerbank* de Berlin, 1900.

sengesetz et surtout à la suite de la crise de 1900 et de l'élévation de l'impôt du timbre, même reprise des opérations de bourse en 1904 et surtout 1905. Cette banque dresse une statistique annuelle du montant de ses opérations sur valeurs d'après les courtages par elle touchés, et comme elle liquide sous sa garantie les opérations conclues par les maisons de courtage et de commission rattachées à elle, c'est à-dire la majeure partie des opérations de la bourse de Hambourg, on peut considérer cette statistique, comme le miroir fidèle de l'évolution de la spéculation des valeurs à Hambourg. Elle est vraiment très concluante.

MAKLERBANK DE HAMBOURG (1)

	Montant nominal des opérations sur valeurs (Mill. Mk.)	Nombre des représentants de la Maklerbank
	—	—
1893	886	98
1894	634	86
1895	705	89
1896	704	96
1897	487	95
1898	346	89
1899	393	83
1900	332	76
1901	290	62
1902	248	62
1903	230	56
1904	266	53
1905	418	51

(1) D'après les Rapport combinés de 1902 et 1905. *Jahresbericht der Maklerbank in Hamburg* 1902 et 1905 et Riesser. *Die Nowendigkeit einer Revision*, op. cit., p. 27 et 28.

Elle l'est encore davantage, si l'on s'enquiert du sort des représentants dont la statistique accuse la disparition. Il en est qui sont morts faisant honneur à leurs affaires, d'autres ont quitté Hambourg. Mais on en compte 15 qui ont été complètement ruinés. Une maison qui depuis l'entrée en vigueur du bœrsengesetz est affiliée à la Maklerbank de Hambourg payait en courtage à cette banque en 1896, 10.947 Mk, en 1900, 2.982 Mk (1).

1896	10.947	Mk.
1897	7.997	—
1898	5.936	—
1899	4.541	—
1900	2.982	—

Les renseignements sur la spéculation à Francfort sont moins précis; il n'en est pas moins certain que les opérations de courtage y ont été également sérieusement atteintes. Le projet de réforme du bœrsengesetz nous donne en effet un index number établi d'après les opérations effectuées par les 43 principales banques de courtage de Francfort; si l'on cote l'année 1895 100 on a l'évolution suivante:

1895	100	1898	73
1896	76	1899	75
1897	69	1900	64

Le nombre des courtiers assermentés à la Bourse de Francfort confirme pleinement ce premier document. Ils étaient 80 en 1895 et 1896. En 1900, ils n'étaient plus que 65. 19 étaient morts, les autres s'étaient retirés des affaires. 4 nouveaux courtiers seulement avaient été nommés (2).

(1) *Entwurf eines Gesetzes betreffend die Aenderung des Abschnittes IV des Bœrsengesetzes*. Berlin. Heymann, p. 83.

(2) Riesser. *Die Notwendigkeit einer Revision*, op. cit. p. 36.

A Breslau, le nombre des courtiers de la Bourse des valeurs passait de 13 en 1893 à 9 en 1901 (1). Si de la Bourse des valeurs nous passons à la Bourse des marchandises, nous enregistrons un résultat fort analogue. La loi sur la Bourse a restreint et dans une sérieuse mesure la spéculation. Nous attachant ici comme pour la Bourse des valeurs au nombre des membres d'associations constituées pour traiter des opérations à livrer, au nombre des courtiers et aux opérations de courtage, au montant des transactions à terme, nous allons vérifier par des statistiques notre affirmation.

Le Verein der Berliner Getreide-und Produktenhändler auquel appartiennent presque toutes les maisons se livrant aux opérations de bourse perdait rapidement de 1897 à 1900 le quart de ses membres (2). A Magdebourg et Hambourg, les deux principales places de l'Allemagne pour le commerce du sucre, le nombre des négociants membres de l'association d'exportation du sucre diminuait rapidement à partir de 1897. Il ne faut pas cependant exagérer l'importance de ces chiffres; car la nouvelle loi fiscale du 15 mai

Membres du Deutsche Zucker-Export-Verein (3)

	Magdebourg	Hambourg
1896	52	—
1897	48	84
1898	46	79
1899	44	72
1900	41	73
1901	40	71

(1) Riesser, op. cit. p. 32.
(2) Wermert art. cit. *de Revue de Conrad 1901*, p. 824.
(3) A. Ebering, *Die Magdeburger Zuckerbœrse seit 1895*. Berlin. Ebering. 1902, p. 105.

1896, qui augmentait brusquement les droits de consommation sur le sucre, avait contribué plus encore que la loi sur la bourse à détraquer les marchés sucriers allemands. Toutefois, l'action de cette cause aurait dû être passagère comme cette cause elle-même. Malgré cette taxe, la consommation du sucre, en effet, ne diminua pas en Allemagne, et M. Ebering, dans son étude très documentée de la bourse du sucre de Magdebourg, nous affirme que le commerce

Consommation du sucre en Allemagne
(1000 Doppelzentner) (1)

1895-1896.........	6.688	1901-1902.........	6.692
1896-1897.........	5.050	1902-1903.........	7.286
1897-1898.........	6.363	1903-1904.........	10.206
1898-1899.........	6.803	1904-1905.........	8.673
1900-1901.........	6.965		

effectif du sucre n'a pas diminué à Magdebourg (2). Il est donc remarquable de constater une diminution du trafic à terme en face d'un commerce effectif non seulement prospère, mais même croissant. Or, cette décadence du trafic à terme nous est attestée non seulement par la statistique du nombre des membres du Zuckerverein, mais encore par celle des opérations des caisses de liquidation de Magdebourg et de Hambourg, du nombre de sacs achetés et vendus à terme à Magdebourg, du nombre des courtiers et des émoluments touchés par eux.

(1) D'après *Jahresberichte über den Geschaeftsgang von Handel, Industrie und Schiffahrt zu Magdeburg*. Magdeburg, Faber 1897-1906 (Rapport de la Chambre de Commerce de Magdebourg). Année 1899, p. 62 et année 1906, p. 59.

(2) Ebering, op. cit. p. 117.

Caisses de liquidation (1).

NOMBRE DES INSCRIPTIONS SUR LES REGISTRES DE COMPTABILITÉ

	Magdebourg	Hambourg	Total
	—	—	—
1893......	6.493.500	10.291.500	16.765.000
1894......	4.343.500	5.510.000	12.853.000
1895......	6.338.500	10.641.000	16.980.000
1896......	6.133.000	13.929.000	20.062.500
1897......	2.726.000	9.398.000	12.124.500
1898......	2.624.500	9.765.000	12.389.500
1899......	1.832.000	10.065.000	11.937.000
1900......	1.874.000	9.148.000	11.022.000
1901......	668.000	4.108.000	4.776.000

A Hambourg le recul n'a pas été aussi considérable qu'à Magdebourg. Il n'en existe pas moins, surtout si nous rapprochons l'évolution de la spéculation à terme de celle de la consommation allemande. Et ce recul est d'autant plus intéressant à constater que les négociants de Hambourg se sont faits inscrire sur le registre de bourse. Cette dernière raison a même été la cause de l'émigration de certains négociants magdebourgeois vers Hambourg. Malgré cela, la spéculation s'y est resserrée. N'est-il pas à présumer que le registre de bourse a bien atteint son but sur la place de Hambourg et qu'il a éloigné de la bourse du sucre les incompétents, que la caisse de liquidation n'avait pas eu le courage d'écarter.

Pour la bourse de Magdebourg nous disposons de renseignements particulièrement précis. Que nous considérions le nombre de sacs traités à terme ou la statistique du courtage, nous arrivons à la même conclusion : l'entrée en vigueur du bœrsengesetz a été le signal d'une contraction de la spéculation à terme.

(1) D'après les rapports annuels des caisses de liquidation.

Dans une Adresse à l'administration royale, la Chambre de Commerce de Magdebourg évaluait les transactions en sucre brut à 5.594.400 sacs en 1895 et à 2.217.000 sacs en 1898. D'après les rapports de la Chambre de Commerce on aurait traité.

TRANSACTIONS EN SUCRE A MAGDEBOURG (1)

1895	5.594.500 sacs
1896	5.310.500 —
1897	2.234.000 —
1898	2.217.000 —
1899 (2)	1.872.500 —

Le nombre des courtiers vivant du commerce du sucre a beaucoup décru ; ceux qui ont pu conserver leur position ont vu leurs bénéfices diminuer considérablement. Quoique le nombre des courtiers se soit abaissé de moitié de 1895 à 1901, leur revenu a cependant diminué de 1/3.

Bourse de Magdebourg (3).

COURTIERS EN SUCRE

	Nombre	Courtages touchés	Revenu moyen
1895	10	100.674,10 Mk.	10.067,40 Mk.
1896	10	95.284,90 —	9.528,40 —
1897	9	40.813,25 —	4.534,80 —
1898	9	40.119,45 —	4.457,70 —
1899	9	33.714,50 —	3.746,00 —
1900	8	33.637,55 —	4.204,70 —
1901	5	12.099,80 —	2.419,95 —

(1) D'après Rapports de la Chambre de Commerce 1896 p. 45, 1897 p. 51, 1899 p. 65.

(2) Les rapports de la Chambre de Commerce de Magdebourg cessent de donner ces renseignements statistiques à partir de 1899.

(3) D'après Ebering, op. cit. p. 110.

A Breslau, le nombre des courtiers en céréales, alcool et huile a passé de 7 en 1893 à 2 en 1901 (1).

En présence de tous ces documents statistiques il nous paraît impossible de contester que la réglementation du marché à terme par la loi du 22 juin 1896 n'ait eu pour conséquence une contraction sérieuse de spéculation. Un grand nombre de banquiers et de banques, de négociants et de courtiers ont eu à souffrir de cette contraction. Mais qui veut la fin doit aussi vouloir les moyens. Une loi contre la spéculation de bourse ne saurait laisser indemnes les gens qui vivent de la spéculation. L'institution du registre a sans doute favorisé la malhonnêteté de certains spéculateurs peu scrupuleux. Mais pourquoi la bourse s'est-elle volontairement mise hors la loi? Pourquoi les financiers et les négociants ne se sont-ils pas faits inscrire et n'ont-ils pas exigé de leurs contractants la preuve de leur inscription? Au reste ces spéculateurs peu scrupuleux se rencontraient en général parmi ces personnes: rentiers, fonctionnaires, que la loi sur la bourse avait eu l'intention d'éloigner de la spéculation de bourse. De la sorte, pour s'être révoltés contre la loi, les professionnels de la Bourse se sont trouvés lui avoir donné une efficacité inattendue: l'insécurité, avec laquelle ils opèrent, les oblige à trier minutieusement leur clientèle; et il n'est guère plus que le professionnel qui présente toutes les garanties voulues. Seul, en effet, il est contraint de résister à la tentation d'invoquer l'exception de l'art. 66 ou celle de l'art. 50; car il briserait sa carrière et perdait sa situation (2).

(1) D'après Riesser, *Die Notwendigkeit* op. cit. p. 32.

(2) On nous citait le cas d'un petit banquier de Cologne, qui avait élevé l'exception de registre pour se soustraire au paiement de dettes de bourse. Boycotté aussitôt, il ne tardait pas à être déclaré en faillite.

Quelle est maintenant l'évolution économique de l'Allemagne en face de cette décadence de la bourse. Son industrie, son commerce accusent-ils eux aussi des signes de décadence? A lire le chiffre de son émission de valeurs, de sa production métallurgique et textile, de son commerce extérieur, il n'y apparaît pas. De 1896 à 1907, l'Allemagne a offert aux nations du monde entier le spectacle d'un pays économiquement très progressif. De 1896 à 1900, l'Allemagne connaissait même une période d'essor sans précédent, dans les annales de son histoire économique. Or, cette période coïncide précisément avec l'entrée en vigueur de la loi sur la bourse (1).

Nous croyons donc pouvoir affirmer qu'une certaine contraction de la spéculation n'est nullement incompatible avec la marche saine de l'ensemble de l'organisme économique. Mais à juger ainsi de haut, on risque de juger mal, ou insuffisamment.

(1) Cf. Blondel. *L'essor industriel et commercial du peuple allemand;* cf. notre étude sur les *Crises*.

CHAPITRE III

Les conséquences des transformations de la spéculation à la suite de la loi sur la Bourse.

Entrant un peu plus dans le détail des effets économiques du Bœrsengesetz nous devons nous demander, si les métamorphoses dont la bourse a été le siège n'ont pas eu des conséquences, qui pour être secondaires n'en ont pas moins cependant leur importance: le contact entre l'offre et la demande des capitaux ou des produits, l'assurance des risques, ont-ils été réalisés avec la même aisance et le même succès que jadis. Le développement de la spéculation en banque n'a-t-elle pas eu pour conséquence une certaine concentration du commerce de banque. La spéculation a-t-elle réellement diminué et ne s'est-elle pas purement et simplement métamorphosée en une spéculation dans les bourses étrangères. Autant de questions que nous allons examiner: 1° pour la bourse des valeurs, 2° pour la bourse des marchandises.

SECTION I

LES CONSÉQUENCES A LA BOURSE DES VALEURS

Il importe tout d'abord d'apprécier au point de vue économique les succédanés du marché à terme de bourse imaginés

depuis l'entrée en vigueur de la loi sur la bourse. Il en existe trois principaux: les opérations à livrer du droit commercial, les grosses opérations au comptant, les opérations au comptant en compte courant.

Dans notre étude juridique du titre IV de la loi du 22 juin 1896, nous avons eu l'occasion de remarquer qu'il existait deux catégories principales d'opération à livrer: les opérations à terme fixe, les simples opérations à livrer. Au point de vue qui nous occupe, c'est surtout la fixité de l'échéance qui les distingue: les premières sont à échéance fixe, l'exécution n'en peut être différée. Les secondes reconnaissent au contraire à la partie défaillante le droit de réclamer un délai: d'après les bordereaux, ce délai est fixé à l'avance à deux jours. Les premières sont pratiquées à la Stempelvereinigung ou association des grandes banques de Berlin, les secondes sont conclues par une banque, la Darmstäter Bank. Dans l'une et l'autre hypothèse, il s'agit d'un marché extérieur à la bourse, nous dirions volontiers d'un marché en banque. Nous avons déjà eu l'occasion de montrer comment ces opérations sont conclues avec exclusion expresse des usances de bourse et comment cette exclusion était une simple fiction destinée à tourner la loi. Car les conditions insérées au bordereau reproduisent à fort peu de choses près les usances de bourse. Elles sont conclues à des cours variant durant tout le courant d'une même séance, et liquidées en fin de mois sur la base d'un cours de compensation. Ce dernier point appelle une distinction entre les opérations à livrer sur les valeurs dont le trafic à terme est interdit (art. 50, B. G.) et les opérations à livrer sur les valeurs admises au terme. Les premières ne sauraient être conclues sur les cours de la bourse: nous savons qu'elles sont, en vertu de la loi elle-même, exclues de la bourse. Elles sont donc conclues et

liquidées sur des cours en banque. Les secondes au contraire sont conclues et liquidées sur les cours officiels de la bourse. Une autre différence sépare enfin les opérations à livrer sur valeurs non admises au terme des opérations à livrer sur valeurs admises au terme. Au premier cas, l'acheteur doit les intérêts du prix d'après le taux fixé par la Stempel-vereinigung ou la Darmstäter Bank. Il n'en est pas de même au deuxième.

Si nous apprécions ces formes de spéculation au point de vue économique, nous constatons que l'opération à terme fixe constitue au succédané parfait du marché à terme de bourse: comme lui, elle permet d'acheter et de vendre sans avoir l'argent ou les titres; l'opération peut être prolongée, liquidée par calcul de différence.

Cette dernière observation n'est pourtant absolument vraie en cas d'inexécution que lorsqu'il s'agit du vendeur: les dommages pour inexécution sont fixés à la différence des cours. En cas d'inexécution de l'acheteur, le vendeur a seulement le droit de vendre les valeurs en bourse, et d'exiger en outre de plus amples dommages et intérêts. Par là, l'opération à livrer succédané du marché à terme de bourse se distingue de l'opération à livrer du Code de commerce. Le Code de commerce autorise l'abandon du contrat en cas d'inexécution. Le bordereau des opérations à livrer de la Stempelvereinigung et de la Darmstäter Bank excluent formellement ce droit. En outre, d'après le nouveau Code de commerce (art. 376), en cas d'inexécution d'opérations à terme fixe, acheteurs et vendeurs ont droit à des dommages fixés abstraitement à la différence des cours. Le bordereau de la Stempelvereinigung déroge à ce principe légal pour échapper au reproche de vouloir essayer de tourner la loi sur la bourse et de ressuciter

le jeu sur différence (1). Malgré toutes ces précautions minutieuses, nous croyons cependant pouvoir conclure que l'opération à livrer à terme fixe se rapproche de l'opération à terme de bourse au point de se confondre économiquement, sinon juridiquement, avec elle. Sans doute dans l'hypothèse d'opérations sur valeurs non admises au terme, un calcul malencontreux d'intérêt vient compliquer l'opération. Mais les acheteurs en sont quitte pour tenir compte de ces intérêts dans la fixation du prix d'achat, et l'opération à livrer constitue un succédané parfait du marché à terme de bourse.

Nous n'en dirions pas autant de l'opération à livrer ordinaire: l'absence d'une échéance commune rend difficile pour ne pas dire impossible la liquidation par compensation, qui est de l'essence des opérations de spéculation. Un délai, serait-il de deux jours, est susceptible de modifier complètement le sens d'une opération de spéculation. Mais la portée de cette observation de principe est singulièrement diminuée par l'examen de la pratique: même en temps de crise c'est-à-dire dans ces périodes où le recours à un délai devient non seulement bien tentant, mais parfois même raisonnable et légitime, il n'a jamais été fait usage de ce droit à un délai de deux jours. La banque n'opère qu'avec une clientèle connue et sûre (2).

D'une façon générale la technique des opérations de spéculation ne présente en fait, sous sa forme d'opération à livrer, que des différences insignifiantes avec l'opération à terme de bourse proprement dite.

Nous en dirions autant des grosses opérations au comptant lorsque leur exécution est différée en fin de mois. Mais assez souvent il n'en est pas ainsi. La livraison, le paiement ont lieu le lendemain de la conclusion du contrat. La spécu-

(1) Knipper op. cit. p. 48-50.
(2) Knipper. op. cit. p. 59.

lation revêt alors la forme suivante. Les parties sont admises au compte virement sur valeurs du Berliner Kassenverein. Elles ont en outre à cette banque un crédit ouvert résultant le plus souvent de dépôts de sommes d'argent.

Le lendemain de la conclusion de l'opération, l'acheteur donne l'ordre à la banque par un chèque de créditer son vendeur du montant du prix; le vendeur par un chèque rouge donne l'ordre à la banque d'opérer un virement de titres au profit de son acheteur.

Cette forme de spéculation suppose donc que les parties ont à la même banque un compte dépôt d'argent, un compte dépôt de valeurs. Il existe, nous le savons, pour ces opérations une cote spéciale en Bourse: elle enregistre les prix auxquels sont conclues successivement ces grosses opérations au comptant. Les cours ainsi enregistrés sont publiés par les journaux à la suite des cours du terme. Cette forme de spéculation est surtout pratiquée sur les valeurs non admises au terme. Dans la mesure où l'exécution n'en est pas différée à une échéance trop lointaine, il faut y voir en effet une opération au comptant sincère, et la jurisprudence y voit en effet une opération juridiquement légitime.

Reste à apprécier cette forme d'opérations de bourse au point de vue de la technique de la spéculation. Nous distinguerons pour répondre à cette question suivant que l'exécution en est ou non différée. Si l'exécution est différée en fin de mois, nous sommes en présence d'un véritable marché à terme de bourse; car on traite ici encore sur une quantité minimum, d'après un cours variable pendant une même séance de bourse. A l'échéance il est possible de liquider l'opération par le calcul d'une simple différence, aussi bien que par un virement de titres et de sommes. Une liquidation par compensation est possible, Si l'exécu-

tion a lieu le lendemain, comme c'est le cas le plus fréquent, seules les opérations en sens contraire conclues pendant une même séance de bourse sont susceptibles d'être liquidées par une simple différence. Seules elles peuvent être liquidées par compensation. Celà suffit à nous faire pressentir que les exécutions effectives de ces opérations seront infiniment plus fréquentes qu'avec le marché à terme de bourse. Il devient infiniment plus difficile d'acheter et de vendre sans payer le prix et sans livrer les titres. Cette forme de spéculation suppose en outre que les parties ont un compte dépôt de valeurs et dépôt de titres dans une banque. En fait cette banque est le Berliner Kassenverein. Or le Kassenverein n'admet à son compte virement sur valeurs que les personnes inscrites sur le registre de commerce. Et il n'admet encore ces dernières personnes qu'après délibération. Le petit capitaliste, le boutiquier, l'artisan, le fonctionnaire ou l'officier besogneux sont par là même écartés de cette spéculation. Ce mode de spéculation n'est donc accessible qu'aux professionnels de la spéculation. Au point de vue moral il offre toutes les garanties voulues. Au point de vue économique, il nous paraît présenter l'avantage d'écarter les opérations fictives et de restreindre beaucoup la spéculation. Il présente cependant un inconvénient: il immobilise des sommes souvent considérables destinées à opérer les paiements du prix par virement de sommes. En temps de crise, où les hommes d'affaires ont besoin de toutes leurs disponibilités, ce mode de spéculation se trouve par là même paralysé. La spéculation ne peut plus jouer son rôle de modérateur, en achetant, sans payer le prix, les valeurs qu'une panique a inconsidérément et exagérément dépréciées. Le capitaliste ne peut plus, au moyen de cette opération de toute sécurité qu'est pour lui le report, collaborer avec le professionnel pour soutenir les cours.

Les banques sont ainsi conduites à immobiliser, pour soutenir le cours des valeurs, des sommes qui trouveraient ailleurs un emploi plus utile. En résumé cette forme de spéculation permet de déterminer exactement les prix; elle enraye le jeu et l'agiotage; elle laisse le marché entre les mains des professionnels. Mais l'assurance des risques, la stabilité des cours en temps de crise sont compromises et presque rendues impossibles.

L'opération en compte-courant immobilise moins de capitaux et moins de titres. Elle présente même à bien des égards la même souplesse que l'opération à terme de bourse. Le paiement du prix, la livraison des titres sont différés en fin de mois. La liquidation est possible par le calcul de simples différences et par compensation de ces différences actives et passives. Les opérations peuvent être prolongées au moyen de la conclusion d'une nouvelle opération. Les étranglements sont même rendus plus difficiles par la clause qui oblige les parties à faire connaître quatre jours avant l'échéance, si elles entendent prendre livraison ou livrer les titres.

Les cours qui servent de base à ces opérations sont les mêmes que ceux des grosses opérations au comptant, et elles présentent avec ces dernières une ressemblance complète, au moins lorsque le règlement des grosses opérations au comptant est différé à une date plus lointaine que le lendemain de la conclusion de l'opération au comptant. Dans les deux cas une opération au comptant avec exécution différée sert de base à la spéculation de bourse. Il existe cependant entre ces deux formes d'opération des différences : dans l'opération en compte courant, il n'est point nécessaire d'avoir un crédit de sommes d'argent ou un crédit de titres à la banque, qui se charge de faire la contre partie dans ces opérations, c'est-à-dire à une maklerbank. Dès lors le renvoi de l'exécution en fin de mois

donne lieu à une ouverture de crédit : l'acheteur est censé avoir emprunté le montant du prix à son vendeur du jour du contrat à la fin du mois. Il lui doit donc les intérêts de cette somme.

L'acheteur est débité du prix, crédité des titres à son compte courant. A la fin du mois acheteur et vendeur, au lieu de payer le prix, de livrer les titres peuvent régler leurs opérations par le calcul de la différence des cours. Si les valeurs ont haussé, l'acheteur touchera la différence, moins les intérêts du prix depuis la conclusion de l'opération. Si les valeurs ont baissé, il devra les intérêts plus la différence des cours. L'on peut encore prolonger l'opération en concluant une nouvelle opération au comptant en compte courant : l'acheteur peut vendre les titres achetés à son vendeur, et le vendeur acheter les titres à l'acheteur. Il sera crédité du prix de vente, débité des intérêts déjà échus, en compte courant. Ce qu'il importe de retenir c'est que les parties spéculent, l'acheteur sans avoir le prix, le vendeur sans avoir les titres. En fin de mois, l'opération peut être liquidée par simple différence, prolongée, compensée dans le cas où une partie se trouve créancier ou débiteur de différences suivant les cas en vertu d'autres opérations. Ces liquidations, prolongations, compensations seront effectuées par la banque de courtage. Le Maklerverein, l'unique banque de courtage à Berlin depuis 1904, remplit pour ces opérations le rôle d'un véritable Clearing-House. Les parties doivent faire connaître quatre jours à l'avance, si elles entendent exécuter effectivement ou non leurs engagements. Cette mesure est destinée à mettre la banque à l'abri d'une demande en masse d'exécutions effectives, qui la trouverait dépourvue d'argent, si elle a acheté, dépourvue de titres, si elle a vendu.

Il nous reste maintenant à apprécier cette forme de spécu-

lation au point de vue technique. Disons immédiatement qu'elle nous paraît présenter en gros les mêmes avantages et les mêmes inconvénients que la spéculation à terme. Une seule différence la sépare en effet du marché à terme de bourse, la dette d'intérêts de l'acheteur. Mais en fait l'acheteur tient compte dans son prix d'achat des intérêts, dont il sera débiteur en fin de mois. Ce calcul complique la fixation des cours; il ne l'empêche pas. Le spéculateur anglais, belge, français n'a-t-il pas au reste à tenir compte, lui, des dividendes et arrérages courus dans ses calculs d'achat et de vente à terme. Et cependant la spéculation à terme n'élève aucune plainte à cet égard. En réalité ce calcul d'intérêts complique beaucoup moins la fixation des cours, que la liquidation des opérations: il s'agit d'une complication d'écriture beaucoup plus que d'une complication de l'appréciation de la valeur exacte d'un titre. Et les allemands sont d'autant moins admis à se plaindre de cette complication qu'ils procèdent déjà à un calcul de ce genre dans toutes leurs opérations de bourse: l'acheteur a en principe droit au prix, plus les dividendes, intérêts ou arrérages courus. C'est là une particularité du marché allemand que nous avons déjà eu l'occasion de signaler. A vrai dire il n'y a là rien de bien gênant pour le spéculateur, au moins pour le spéculateur professionnel. L'opération au comptant en compte courant nous paraît donc constituer un parfait succédané du marché à terme. Si on le critique en Allemagne, cela nous paraît être beaucoup plus pour obtenir l'abolition du registre de bourse et de l'interdiction du marché à terme sur valeurs minières et métallurgiques, que par suite d'une infériorité technique réelle. Son infériorité réelle lui est commune à tout prendre avec les opérations à livrer et les opérations à terme de bourse elles-mêmes; elle n'est nullement technique; elle est uniquement

juridique ; sa validité est soumise aux mêmes restrictions légales que ces dernières opérations.

Qu'objecte-t-on en effet à cette forme de spéculation ? On la prétend plus chère et plus compliquée que le marché à terme de bourse par suite du calcul d'intérêts. Nous avons déjà répondu à cette objection. On lui reproche encore de mal se prêter à la formation d'un parti de haussiers et d'un parti de baissiers, d'une mine et d'une contremine. Mais ce qui est remarquable c'est que les uns accusent cette nouvelle forme de spéculations d'empêcher la formation d'un parti de baissiers, les autres l'accusent de mettre obstacle à la formation d'un parti de haussiers. Les cours seraient la résultante non plus de deux forces contraires, mais d'une force agissant seule et faussant par suite la formation normale des prix. D'après les uns la spéculation à la baisse ferait défaut et cette absence serait particulièrement désastreuse en temps de crise, où les rachats des vendeurs à découvert surpris par la crise soutiennent les cours. Comme la spéculation est toute à la hausse, les cours enflent démesurément ; vienne une crise, la débâcle est complète et la chute d'autant plus profonde, que la hausse a été démesurément favorisée (1). D'après les autres la spéculation à la hausse serait au contraire découragée, et il n'y aurait plus depuis la loi sur la bourse que des spéculateurs à la baisse. Les intérêts que l'acheteur est obligé de payer auraient transformé la spéculation en une spéculation à la baisse : et c'est ainsi qu'un personnage très influent d'un grand cartel allemand nous expliquait que les valeurs minières et métallurgiques allemandes n'eussent pas haussé dans la même mesure que les

(1) Cf. Knipper, op. cit. p. 79. C'est aussi l'opinion de plusieurs directeurs de banques, qui ont bien voulu nous accorder un entretien.

dividendes des sociétés par actions. Qui devons-nous croire ici? ceux qui prétendent que la spéculation à la baisse a disparu, ou ceux qui soutiennent, que seule, elle subsiste. A vrai dire, nous sommes fort empêché de résoudre cette contradiction d'économistes également autorisés. C'est en nous plaçant dans les faits que nous essaierons d'y réussir. Les premiers s'appuyaient sur la débâcle des cours en 1900 pour démontrer l'absence de la spéculation à la baisse. Les seconds fondaient leur dire sur l'expérience toute récente, sur le mouvement des cours dans le premier semestre de 1907. Disons dès maintenant que les uns et les autres nous paraissent avoir expliqué par la spéculation des phénomènes, qui tenaient à des causes plus générales. Les crises économiques sont en règle générale le signal de crises de bourse très intenses, et l'Allemagne en a présenté une très nette en 1900. Si en 1907 les valeurs minières et métallurgiques haussaient moins que n'auraient permis de l'attendre les derniers dividendes, c'est que nous possédons de nos jours des moyens sans cesse plus certains de prévoir l'arrivée des dépressions économiques. Et la spéculation allemande prévoyait déjà l'arrivée d'une semblable dépression. La transformation et la contraction de la spéculation l'auraient-elles rendue plus prévoyante et plus compétente? Nous serions disposé à le croire.

Examinons au reste, de plus près, quelle a été l'influence de ces modifications sur le cours des valeurs, l'offre et la demande des capitaux c'est-à-dire les émissions de valeurs, la concentration du commerce de banque, l'émigration de la spéculation à l'étranger.

1° Le Centralverband à prétendu démontrer dans son Mémoire sur les conséquences du Bœrsengesetz que les *oscillations des cours* ont été plus violentes depuis l'entrée en vigueur du Bœrsengesetz qu'antérieurement. Il rapproche pour

cette démonstration les cours des valeurs minières et industrielles de la période 1893 à 1896 et ceux de la période 1897 à 1902. Il montre que la différence entre le plus haut et le plus bas cours pour ces deux périodes est infiniment plus considérable de 1897 à 1902 que de 1893 à 1896. Il compare pour la période 1897 à 1902 les oscillations des cours des valeurs pour lesquelles le terme n'a pas été interdit de celles pour lesquelles le terme a été maintenu: les oscillations seraient plus considérables pour les premières.

Valeurs non traitées à terme

	+ Haut	1900 + Bas	Différence
Bochumer Gusstahl.........	283,40	167	116,40
Konsolidation..................	423.10	311,50	111,60
Gelsenkirchen..................	229,80	176,90	52,90
Harpener	244,40	166,60	77,80
A. E. G..........................	261,80	189,75	72,05
Ob. Eisenindustrie	194	117	77

Valeurs négociées à terme.

Darmstäter Bank	147	124,50	22,50
Deutsche Bank	213,75	180,80	32,95
Diskonto-Ges..................	198,75	165,75	33
Norddeutscher Lloyd ...	133	105,25	27,75

Cette démonstration est inopérante. Il est inexact d'abord d'attribuer les plus grandes oscillations des cours des valeurs minières et industrielles de 1897 à 1902 à la loi qui interdit le terme sur ces valeurs. Car les années 1893-1898 sont des années de stagnation économique; les années 1897-1902 sont tour à tour des années d'essor très vif, de crise, puis de dépression. La bourse ne saurait être logiquement considérée

en elle-même et à part. Elle doit être replacée dans le milieu économique, dont elle subit l'influence.

Les oscillations des cours des années 1897-1902 nous paraissent s'expliquer par les oscillations elles-mêmes de l'activité économique générale. Cela est, au reste, si vrai, que des valeurs qui n'ont jamais été traitées qu'au comptant présentaient, dans la même période de plus fortes fluctuations de cours que dans la période 1893-1896.

(*Voir tableaux pages suivantes*)

Valeurs toujours traitées au comptant.

	1893			1894			1895		
	Plus haut	Plus bas	Différence	Plus haut	Plus bas	Différence	Plus haut	Plus bas	Différence
Allg. Elektr.-Gesellschaft...	144,—	123,75	20.25	209,10	136,40	72,70	218,50	206,—	42,50
Berlin-Anh. Maschinen	133,—	118,50	14,50	136,75	120,—	16.75	143,50	117,—	26,50
Cölner Bergw.-Verein	151,—	127,—	21,—	153,—	135,—	18,—	178,50	140,—	38,50
Donnersmarkh	95,80	80,25	15 55	116,—	90,75	25,25	157,30	114,75	42,55
Eschweiler Bergwerk	90,50	71,—	19.50	125,—	79,50	45.50	165,30	117,75	47,55
Höchster Farbwerke	360.50	279,75	80.75	455,—	337,—	118,—	453,—	404,25	48,75
König Wilhelm	120,50	97,—	23.50	126,—	99,50	26.50	153,—	110,—	43,—
Oberschl. Eisenind.	133,50	92,—	41,50	116.25	82,—	34,25	109,90	83,75	26,15
Rheinische Stahlwerke......	155,50	126,25	29,25	159,50	136,50	23,—	210,—	155,—	55,—
Schalker	117,—	108.75	8.25	141,25	112,75	28.50	165,—	133,—	32,—
Schwartzkopff	251,25	205,75	45.50	256,25	220,—	36,25	277,50	233,10	44,40
Breslauer Strassenb	128,90	118,75	10.15	149,80	120,—	29.80	185,—	144,75	40,25
	1896			**1897**			**1398**		
Allg. Elektr.-Gesellschaft...	257,50	225,—	32,50	280,50	247,—	33.50	296.50	263,50	33,—
Perlin-Anh. Maschinen	154,50	130,25	21.25	195,75	151,50	11.25	231,25	183,40	47.85
Cölner Bergw.-Verein	228,50	168,50	60,—	265,10	200,50	64,60	284,75	230,—	54,75
Donnersmarkh	160.25	143,25	17,—	165,—	146,—	19,—	192.90	153,—	39,90
Eschweiler Bergwerk	170,—	155,25	14.75	214,50	170,—	44,50	221,—	192,—	29,—
Höchster Farbwerke	450,—	415,—	35,—	485,—	425,—	60,—	450,—	395,—	55,—
König Wilhelm	189,—	118,90	70,10	260,—	182,—	78,—	246,—	215,—	31,—
Oberschl. Eisenind.	132,75	95,75	37,—	139,45	123,75	15,70	154,75	120,60	34,15
Rheinische Stahlwerke......	197,—	176,25	20,75	207,—	190,25	16,75	252,—	200,25	51,75
Schalker	231,—	146,50	84,50	292,75	213,25	79.50	371,60	286,50	85,10
Schwartzkopff	281,60	236,50	45,10	268,—	225,—	43,—	279,50	225,75	53,75
Breslauer Strassenb	195,—	173.25	21.75	297,—	190,—	107,—	321,75	261,—	60,75

Valeurs toujours traitées au comptant

	1899			1900			1901		
	Plus haut	Plus bas	Différence	Plus haut	Plus bas	Différence	Plus haut	Plus bas	Différence
Allg. Elektr.-Gesellschaft...	305,—	213,—	62,—	261,80	189,75	72,05	212,25	169,—	43,25
Berlin-Anh. Maschinen	257,25	216,50	40.75	241,—	185,50	55,50	200,50	157,—	43,50
Cölner Bergw.-Verein	433,—	261,—	172,—	499,50	323,—	176,50	351,—	269,75	81.25
Donnersmarkh	233,—	179,50	53.50	281,75	208,—	73,75	207,—	172,25	34,75
Eschweiler Bergwerk	258,25	201,50	53.75	285,—	190,—	95,—	225,50	170,—	55.50
Höchster Farbwerke	426,75	392,50	34.25	396,50	337,75	58,75	352,25	305,75	46,50
König Wilhelm	296,—	213,50	82,50	327,—	182,—	145,—	187,50	141,—	43.50
Oberschl. Eisenind.	192,75	146,50	46.25	194,—	117,—	77,—	123,80	85,50	38,30
Rheinische Stahlwerke	267,75	218,—	49,75	243,50	156,50	87,—	171,75	120,—	51,75
Schalker	690,—	358,50	331,50	800,—	310,—	490,—	379,75	225,—	154,75
Schwartzkopff	249,30	214,—	35,30	254,—	196,25	57,75	201,50	155,10	46,40
Breslauer Strassenb	332,50	296,50	36,—	315,—	173,50	141,50	188,—	166,—	22,—

	1902			1903			1904		
Allg. Elektr.-Gesellschaft...	201,—	163,30	37,70	227,50	176,—	51,50	231,—	202,75	28,25
Berlin-Anh. Maschinen	193,—	173,50	19.50	224,—	172,—	52,—	231,25	183,—	48.25
Cölner Bergw.-Verein	374,—	307,—	67,—	464,50	350,—	114,50	466,—	382,—	84,—
Donnersmarkh	210,10	184,50	25.60	246,25	203,50	42,75	271,75	214,—	57,75
Eschweiler Bergwerk	230,—	186,75	43.25	265,—	214,90	50,10	267,50	224,—	43,50
Höchster Farbwerke	365,—	315,—	50,—	392,—	349,—	43,—	414,—	345,—	69.—
König Wilhelm	185,—	160,—	25.—	246,—	175,25	70,75	290,—	212,25	77,75
Oberschl. Eisenind.	130,75	90,—	40,75	110,25	89,75	20,50	118,90	93,—	25,90
Rheinische Stahlwerke......	159,—	130,—	29,—	183,30	141,50	41,80	199,75	166,25	33,50
Schalker	352,25	292,—	60,25	490,—	350,—	140.—	567,—	405,—	162,—
Schwartzkopff	205,—	175,—	30,—	238,75	198,50	40,25	262,—	216,—	46,—
Breslauer Strassenb	181,50	147,—	34,50	165,—	150,—	15,—	165,—	148,10	16,90

Si nous comparons deux années analogues, par exemple deux années de crise, les années 1890 et 1900, ou une série d'années d'évolution économique à peu près semblable, nous constatons que les oscillations des cours ont diminué avec la contraction de la spéculation. Il est donc inexact de prétendre, comme certains l'enseignent, que l'absence d'une spéculation à la baisse laisse le marché sans défense en face d'une panique. Il résulte nettement de ce premier tableau

	1890				1900			
	+ Haut	+ Bas	Différence	Diff. °/₀	+ Haut	+ Bas	Différence	Diff. °/₀
Bochumer Gusstahl (1)..	276.5	148,75	127,75	46,2	285,1	167	118,4	41,5
Konsolidation..........	233,5	145	88,5	37,6	423,1	311,5	111,6	26,1
Gelsenkirchen..........	223,9	155	68.9	30,8	229.8	176,9	52,9	23,0
Harpener..............	232	183.25	148,75	41,8	211,1	166,6	77,8	31,8
Hibernia..............	250	159	91	36,1	257,1	182	75,4	29,3
Laura.................	177	131,5	45,5	25.7	281	186	98	31,5

que les oscillations des cours ont été, pour quatre de ces valeurs industrielles, plus fortes en 1890 qu'en 1900, pour deux de ces valeurs seulement, plus faibles. Et encore si nous considérons le pourcentage de ces variations, on constate que seule Laura a présenté des oscillations de cours plus considérables en 1900 qu'en 1890 (2). Les variations des cours d'une année à l'autre pour deux périodes d'évolution économique analogue 1890-1896 et 1900-1906 ne nous amènent pas à une conclusion différente. Les cours sont même plus

1) Les valeurs minières et métallurgiques sont précisément celles que la loi sur la bourse a visées en interdisant le terme sur parts d'entreprises minières et industrielles.

(2) Cf. Giese. *Vorwaerts oder Zurück. Beitraege zur Revision des Bœrsengesetzes*. Berlin et Leipzig. Luckardt. 1901.

Variations en + ou en — du cours des actions (1).

Gelsenkirchen		Harpener		Bochumer	
1	2	1	2	1	2
— 43	— 17,50	—127,40	+ 33,90	— 12,70	— 85
— 43,35	— 10,35	— 57,25	— 11	— 42,50	— 1,30
— 6,15	+ 9,50	— 23,05	+ 11,90	+ 0,90	+ 5.10
+ 18,40	+ 43,80	+ 17,30	+ 36,50	+ 9,70	+ 12,30
+ 21,50	+ 7,55	+ 9,80	+ 7,40	+ 12,50	+ 41,85
+ 4	+ 0,85	+ 21,50	+ 0,60	+ 8,80	+ 11,50
— 0,10	— 3,50	+ 8,50	— 1,05	+ 17,10	— 3,55

Dividendes (1) *MK* %

1	2	1	2	1	2
12	13	15	11	6 1/2	16 2/3
12	12	20	12	6 1/2	13 1/3
9	10	10	10	3 1/2	7
6	11	5	10	4 1/2	7
6	10	3	11	5	10
7	11	5	9	7	12
7 1/2	11	6	11	12 1/2	15

stables de 1900 à 1906 que de 1890 à 1896. Cette plus grande stabilité s'explique ,il est vrai, par de moindres variations des dividendes. Mais la Bourse n'est donc pas devenue moins logique. pour avoir été privée de la spéculation à terme sur valeurs industrielles. Du reste, les oscillations des cours sur

(1) Les colonnes 1 donnent les chiffres applicables à 1890, 1891... 1896 et les colonnes 2 les chiffres applicables à 1900, 1901... 1906. Tableau dressé d'après les cours donnés par les *Saling's Bœrsenpapiere*, 1890-1907.

valeurs industrielles seraient-elles plus grandes au comptant, qu'avant la loi de 1896, cela ne prouverait encore rien, ou plutôt, celà prouverait que lorsqu'un marché se transforme en un marché de spéculation, l'allure de sa cote devient plus irrégulière. N'est-ce pas ainsi, au reste, que des défenseurs aussi décidés de la spéculation que M. Pickenbrock expliquent les plus grandes variations des cours des valeurs traitées seulement au comptant, même avant la loi sur la Bourse, depuis l'entrée en vigueur de cette loi. La transformation de la spéculation en spéculation au comptant aurait disséminé la spéculation sur l'ensemble de la cote. D'où de fortes oscillations, non seulement sur les quelques valeurs jadis traitées à terme, mais sur toutes les valeurs traitées désormais toutes au comptant et au comptant seulement (1).

C'est l'état de prospérité ou de crise de l'industrie qui détermine l'oscillation des cours de ses actions et non la forme technique de la spéculation. Et si les actions minières industrielles n'ont pas haussé en 1905, 1906 et 1907, autant que les grandes banques eussent pu le souhaiter, cela tient à des causes autres que la loi sur la bourse. Ecoutons au reste l'explication donnée par les rapports des Chambres de commerce des deux grandes places financières de l'Allemagne, Berlin et Francfort. Après avoir constaté que le mouvement de concentration sous forme d'intégration, de cartels, d'associations d'intérêt, dont l'industrie avait été le siège, avait favorablement influencé le marché des valeurs industrielles, le rapport de 1905 ajoute: la hausse ne s'est pas maintenue « parce que la confiance n'était pas absolue et que la crainte que l'industrie allemande et le commerce d'exportation n'aient

(1) Cf. Pickenbrok, op. cit., p. 172.

à souffrir de l'entrée en vigueur des traités de commerce, faisait sans cesse de nouveaux progrès » En 1906, ces craintes avaient disparu, mais la bourse se souvenait que l'organisme économique est exposé à des crises, et que les périodes d'essor ne durent pas toujours (1). Même note dans les rapports de la Chambre de commerce de Francfort malgré la prospérité évidente de l'industrie, la bourse ne pouvait oublier la crise de 1900-1901; mais, à cette raison, s'en ajoutait une autre, fort intéressante pour nous: l'attitude des banques avait, elle aussi, enrayé une hausse exagérée des cours; elles avaient obligé la spéculation à liquider ses engagements à crédit et expurgé le marché des spéculateurs douteux (2).

Quant à l'argument tiré des plus fortes oscillations des cours des valeurs industrielles exclues du terme que de ceux des actions admises au terme et notamment des actions des banques, il ne nous paraît pas davantage démonstratif. Il doit être corrigé par la même idée: la bourse n'est que le reflet de la vie économique. Or, la vie des banques est infiniment plus calme que celle de l'industrie minière et métallurgique; les valeurs industrielles sont les valeurs de spéculation par excellence. Car le lendemain de l'industrie est celui qui offre le plus d'inconnu. Quoi d'étonnant que les oscillations soient plus considérables. En outre et surtout, si les actions des banques sont admises au terme, les opérations auxquelles elles donnent lieu sont également nulles. Les spéculateurs ne se sont pas faits inscrire: leurs opérations sont nulles en vertu de l'art. 66. Sans doute, les opérations à terme sur valeurs industrielles sont exposées à une nullité un peu plus radicale (art. 134 C. civ.); mais les différences qui sé-

(1) *Rapport de la Chambre de Commerce de Berlin* 1905 t. II. p. 17 1906 t. II. p. 17.

(2) *Rapport de la Chambre de Commerce de Francfort* pour 1906 p. 43 et 45

parent ces deux nullités ne sauraient expliquer les divergences d'étendue et d'évolution de la spéculation sur valeurs industrielles et sur valeurs de banque. Les différences d'oscillations de cours ne sauraient trouver leur explication dans les différences qui séparent ces deux nullités (1).

Enfin, et surtout, le directeur d'une grande banque d'Amsterdam nous affirmait que la bourse de cette ville ne connaissait que la spéculation au comptant en compte courant, telle qu'elle a été instaurée en Allemagne à partir de 1897. N'est-il pas clair qu'elle eut substitué la spéculation à terme à cette forme de spéculation, si cette dernière forme avait présenté les infériorités techniques que certains économistes allemands se plaisent à lui prêter.

Ces objections émanent, au reste, surtout du monde de la Bourse et de la banque, dont la restriction de la spéculation a diminué les commissions et les courtages. Aussi, nous a-t-il paru intéressant de vérifier auprès des producteurs et des industriels, s'ils partageaient le même avis. Ils ont été unanimes à nous déclarer qu'une spéculation exagérée est défavorable à une bonne marche de l'industrie. Plusieurs directeurs de fabriques, parmi lesquels le directeur conseil des industriels d'un district de la région rhénane, et un directeur attaché à la direction de l'un des grands cartels allemands nous ont affirmé qu'ils n'ont jamais entendu les industriels se plaindre de l'interdiction du marché à terme sur valeurs minières et métallurgiques.

Ce qui nous semble ressortir de cet ensemble de discussions théoriques et pratiques sur la spéculation en Allemagne, c'est que la spéculation dispose sous forme d'opéra-

(1) Sur la différence entre ces nullités cf., p. 111 s. ce travail.

tions à livrer, d'opérations au comptant en compte courant d'instruments de spéculation aussi parfaits que le marché à terme de bourse. Ce qui a amené la décadence de la spéculation en Allemagne, ce n'est pas la transformation de son outil technique, c'est l'insécurité juridique, dans laquelle elle opère, insécurité volontaire lorsqu'elle résulte du défaut d'inscription sur le registre, insécurité légale lorsque le marché à terme est interdit par la loi. Pour ce qui est de l'influence de ces transformations de la spéculation sur l'allure de la cote, il faut être très réservé; car la cote est influencée par tant d'événements d'ordres divers, politiques et économiques, qu'il est bien difficile d'isoler l'influence d'un seul facteur: la technique de la spéculation. D'une façon générale, ces transformations ne paraissent avoir eu sur la formation des cours aucune influence mauvaise; et, bien des spéculateurs ont été éloignés de la Bourse, ce qui est un excellent résultat.

2° Est-il plus vrai de prétendre que ces transformations de la spéculation ont entraîné un *renchérissement du taux de l'intérêt*. Dans la mesure où il s'agit de la spéculation sous forme de grosses opérations au comptant, nous avons été le premier à reconnaître qu'en temps de crise, cette forme de spéculation immobilise des capitaux qui pourraient être utilement employés à liquider la crise. Mais cette observation doit être tempérée par une remarque; cette forme de spéculation immobilise aussi une masse de titres assez considérable; ces titres ne viennent pas encombrer le marché en temps de crise. Empruntons, au reste, au Mémoire du Centralverband, les chiffres mêmes par lesquels il prétend prouver son affirmation: il met en parallèle les taux d'escompte sur le marché libre à Berlin, Londres et Paris. Le taux de Ber-

lin est plus élevé (1). Mais que prouve cette constatation? Que les capitaux sont plus rares en Allemagne qu'en Angleterre. Rien de plus. Calculons ,au reste, nous-même, la différence entre le taux de l'escompte à Berlin et le taux de l'escompte à Londres, avant et après le vote de la loi sur la Bourse.

	Berlin	Londres	Berlin + ou —
1890...............	3,78	3,71	+ 0,07
1891...............	3,02	1,50	+ 1,52
1892...............	1,80	1,33	+ 0,47
1893...............	3,17	1,67	+ 1,50
1894...............	1,74	1,69	+ 0,05
1895...............	2,01	0,81	+ 1,20
1896...............	3,04	1,52	+ 1,52
1897...............	3,08	1,87	+ 1,21
1898...............	3,55	2,65	+ 0,90
1899...............	4,45	3,29	+ 0,16
1900...............	4,41	3,70	+ 0,71
1901...............	3,06	3,20	+ 0,14
1902...............	2,19	2,99	— 0,80
1903...............	3 »	3,75	— 0,75
1904...............	3,13	3,28	— 0,15

Nous constatons qu'avant la loi sur la Bourse, l'escompte a toujours été supérieur à celui de Berlin, tandis qu'après le vote de la loi sur la Bourse, il lui est trois années de suite inférieur. Les années 1900-1901 qui sont comme les années

(1) *Dentkschrift* op. cit. p. 30.

1890-1894, des années de dépression, accusent un taux d'escompte inférieur au taux de Londres, tandis que les années 1890-1891 accusaient un taux notablement supérieur. Mais même dans la période d'essor intense en Allemagne, 1896-1900, la différence entre le taux d'escompte de Berlin et celui de Londres reste sensiblement la même et souvent diminue. La preuve statistique du renchérissement de l'argent par suite de la loi sur la bourse reste encore à administrer.

3° On a encore prétendu que les *émissions de titres* étaient *rendues beaucoup plus difficiles* par la loi sur la bourse, et les économistes ont essayé de faire vibrer la corde nationale si sensible en Allemagne: l'émission des emprunts allemands de 1903, aurait complètement échoué, faute d'une spéculation à terme développée.

L'emprunt 3 0/0 émis le 17 avril 1903 au cours de 92 0/0 cotait 89,80 en août 1903, soit, dans l'espace de quatre mois et demi et sans raison politique et économique, un recul de 2,2 0/0. Qu'y a-t-il de vrai dans ces affirmations? Est-il exact de tirer argument contre la loi sur la bourse de l'échec des emprunts de 1903. Mais la loi sur la bourse n'a pas interdit le marché à terme sur fonds d'état; ils continuent à faire l'objet, à la Bourse, d'une spéculation à terme. Si l'emprunt a échoué, cela tient à ce qu'il n'était pas assez avantageux: le capitaliste allemand préfère aux fonds d'Etat les actions et les obligations industrielles dont le revenu est plus élevé. Et ce phénomène est bien antérieur à la loi sur la bourse. Au surplus, l'Empire a émis depuis des emprunts plus avantageux, et ces emprunts ont été souscrits plusieurs fois: la loi sur la bourse est toujours en vigueur; mais l'empire donne 4 0/0. Les capitalistes délient leur bourse.

Il serait ,du reste, assez contradictoire que les chefs d'industrie aient demandé la suppression du terme sur valeurs

industrielles ,si celà àvait dû rendre plus difficile l'émission de ces valeurs. En 1895, l'Allemagne est en pleine période de constitution de sa grande industrie : elle a besoin de capitaux énormes. De fait, les émissions de valeurs industrielles n'ont jamais été si nombreuses et si importantes qu'en 1897-1900, c'est-à-dire au moment où la loi sur la bourse vient d'entrer en vigueur. Or, aucun rapport de société par actions, aucun rapport de Chambre de commerce ne se plaint de la difficulté de trouver des capitaux pour la constitution de cette industrie. Les émissions de valeurs industrielles n'ont donc rien de commun avec la spéculation à terme. Plusieurs directeurs de banque de la Province Rhénane et de la Westphalie nous ont en effet affirmé que les entreprises industrielles sérieuses et d'avenir n'avaient nullement besoin de la spéculation à terme pour placer leurs actions : de riches capitalistes, les banques elles-mêmes (1) leur fournissent les capitaux nécessaires. Le recours à une grande banque n offre-t-il pas plus de garanties que l'aléa d'une émission en bourse. Nous avons contrôlé ces affirmations auprès de gros industriels ; ils nous ont confirmé les renseignements fournis par les directeurs de banque. Par suite, il nous semble bien téméraire de soutenir que l'Allemagne ait vu diminuer sa faculté d'émission, par l'entrée en vigueur du Bœrsengesetz. Les faits cités ne sont nullement convaincants. Les marchés financiers du monde entier, fortement mis à contribution par la guerre russo-japonaise, par les besoins industriels et commerciaux, ont assisté depuis quelques années à des échecs d'émission de titres. Le marché anglais voyait, au début de 1907, échouer deux émissions, celle de 3.5 millions indiens 3 1/2,

(1) Cela ne les empêche pas d'être hostiles à la loi sur la bourse ; car la diminution des opérations de bourse a diminué les commissions perçues.

celle de 3 1/2 London Council, à 97. Et Londres dispose d'un marché à terme (1).

4° Le grief d'après lequel le Bœrsengesetz aurait hâté le procès de *concentration dans le commerce de la banque*, est-il vraiment plus fondé? Cette concentration est indéniable (2). Mais il est plus facile de la prouver que d'en discerner les causes. Il n'est pas d'affirmation plus souvent répétée que l'influence du Bersengesetz sur cette concentration (3). Cette affirmation est exacte dans une certaine mesure. Mais, auparavant il importe de bien préciser le fait de concentration : il y a concentration dans un commerce quand les grandes entreprises absorbent les petites, il y a encore concentration quand les petites entreprises disparaissent devant les grandes. La banque alle-

(1) Le gouvernement prussien se propose d'opérer une démonstration pratique de l'inutilité de la spéculation en matière d'émission et de classement d'emprunt public. Le 4 0/0 1908 est émis tout entier en dette inscrite ou en titres bloqués pendant douze mois, *sans le concours d'un syndicat de garantie*. La souscription est ouverte jusqu'au 14 Janvier et les paiements sont échelonnés : les souscripteurs doivent payer 18 1/2 0/0 avant le 31 janvier, 30 0/0, avant le 29 février, 30 0/0 avant le 20 mars, les 20 0/0 restent avant le 6 avril. Un commuiqué de la banque d'état, intermédiaire de la souscription explique que le ministre des finances a voulu atteindre du premier coup les capitalistes, qui souscrivent pour garder les titres en portefeuille et éviter les souscriptions de spéculation. *Berliner Tageblatt*, 11 janvier 1908, n° 19.

(2) cf. notre étude sur les *Crises générales et périodiques de surproduction*.

(3) *Denkschrift* op. cit. p. 36-39. Wermert, art. cit. de *Revue de Conrad* 1901 p. 827 s Knipper, op. cit. p. 78. Lœb. *Die Volkswirtschaftliche Schaedigung Deutschlands durch das Bœrsengesetz*. Berlin 1902 p. 29 s. *Entwurf*, op. cit. p. 12. Lœb. *Die Wirkungen des Bœrsengesetzes auf das Bank-und Bœrsengeschaeft. Revue de Conrad* 1897 p. 735 s. *Rapports de la Chambre de Commerce de Francfort*, 1904, 1re partie p. 6, 1905, p. 6., de Berlin 1904, t. II, p. 31. *Berliner Jahrbücher für Handel und Industrie*, 1904. II. p. 559-560. *Pétition au Reichstag des Doyens des Négociants berlinois*.

mande présente ce double phénomène de concentration. Le premier nous paraît s'expliquer autrement que par la transformation de la spéculation à la suite du Bœrsengesetz. La crise de 1900 a agi avec beaucoup plus d'efficacité dans ce sens que la loi sur la bourse. Il n'en est pas de même du deuxième: la petite banque provinciale ou même berlinoise redoutablement concurrencée par la succursale de la grande banque, avait cherché dans les opérations assez risquées de spéculation un refuge parfois efficace. L'insécurité juridique dans laquelle la spéculation s'est trouvée à la suite de la loi sur la bourse a conduit la petite banque à être plus circonspecte, à élaguer sa clientèle, à diminuer ses bénéfices. L'exception de registre, surtout à la suite de la crise de 1900, fit de nombreuses victimes dans les rangs des petites banques. D'autre part, la spéculation s'étant transformée d'une spéculation à la Bourse en une spéculation en banque seule une grande banque, concentrant une partie importante du trafic de spéculation, est assez puissante pour se substituer à une Bourse. Seule, elle offre à sa clientèle des facilités de crédit, des moyens de compensation qui font totalement défaut à la petite banque. Pour toutes ces raisons la petite banque était appelée à abdiquer devant la grande banque. La loi sur la Bourse en enlevant à la petite banque sa dernière ressource, l'opération de spéculation, a par là-même hâté sa disparition fatale, du reste, en vertu de nombre d'autres raisons (1). La statistique suivante nous montre: 1° la décadence du banquier en face de la succursale de la banque; 2° le développement des grands centres financiers aux dépens de la province.

(1) Saurel. *Sociétés de crédit contre banques locales.* Thèse Paris.

Francfort (1).

	BANQUES fondées	BANQUES ayant cessé d'exister	BANQUIERS créés	BANQUIERS ayant cessé d'exister	SUCCURSALES OUVERTES par banques	SUCCURSALES OUVERTES par banquiers
	—	—	—	—	—	—
1895............	0	0	2	5	0	0
1896............	0	1	2	14	0	0
1897............	1	0	2	5	0	0
1898............	1	0	2	4	0	0
1899............	1	0	1	7	0	0
1900............	0	0	3	3	0	0
1901............	0	0	4	2	0	0
1902............	0	1	2	3	1	0

Hambourg.

1895............	0	0	9	12	0	0
1896............	0	0	2	13	2	0
1897............	0	0	10	14	2	0
1898............	0	0	9	20	2	0
1899............	0	0	5	5	2	0
1900............	0	0	10	15	5	0
1901............	0	0	6	6	5	0
1902............	0	0	3	12	0	0

13 villes où il y a une bourse à l'exception de Berlin, Francfort, Hambourg.

1895............	2	1	12	17	1	0
1896............	5	1	17	12	0	0
1897............	4	2	4	10	5	0
1898............	12	0	8	10	1	0
1899............	5	1	6	7	5	0
1900............	2	2	11	12	5	1
1901............	7	3	8	18	2	0
1902............	1	3	9	19	3	0

100 villes de province n'étant pas le siège d'une bourse.

1895............	5	2	12	6	3	1
1896............	13	1	16	14	8	1
1897............	12	2	8	19	12	1
1898............	17	3	14	20	23	1
1899............	18	4	6	17	23	3
1900............	7	3	13	14	18	3
1901............	8	6	8	32	15	2
1902............	8	9	10	24	15	0

(1) D'après *Denkschrift*, loc. cit.

Le premier fait est démontré par l'ensemble de cette statistique. Le rapprochement des colonnes relatives aux banques crées ou disparues, aux banquiers installés et disparus, prouve manifestement la disparition du banquier en face de la banque. L'atteinte plus grave du petit banquier de province est surtout démontrée par la dernière série de ces statistiques: la banque, la succursale de banque supplantent progressivement le petit banquier de province. Toutefois, il n'est pas inutile de remarquer que ces statistiques elles-mêmes démontrent l'antériorité de la décadence du petit banquier à la loi sur la Bourse. La loi sur la Bourse est loin d'être seule responsable. Mais il est logique et il est réel que cette loi doive prendre une part de responsabilité dans cette concentration.

5º Devons-nous croire, avec le même Mémoire du Centralverband, que la loi sur la Bourse a entraîné un certain *déplacement de la spéculation allemande à l'étranger?* Malgré le caractère fragmentaire et anonyme des statistiques fournies par le mémoire (elles portent sur 4, 8 banques), nous admettrons ,en l'interprétant cependant, un certain développement de la spéculation allemande à l'étranger. Sans doute, que 8 banques de Berlin, Francfort et Hambourg aient payé en courtage et commissions à l'étranger, en 1896, 177.846 mk. de courtage et 8.532 mk. de commissions contre 398.878 mk. et 48.924 mk. en 1902 cela ne prouve guère rien pour l'ensemble de l'Allemagne. Il en est de même d'une statistique portant sur 11 banques et 22 banquiers des trois mêmes places (1) Mais, sans nous faire connaître l'importance du développement de la spéculation allemande à l'étranger, ces chiffres nous permettent de présumer ce développement; et, comme

(1) *Denkschrift*, op. cit. p. 40 s.

ils sont confirmés par d'autres chiffres, de l'admettre; le développement de la spéculation allemande sur les valeurs de mines d'or et plus récemment sur les valeurs de chemins de fer américaines ne saurait être contesté.

L'augmentation du nombre des remisiers représentant des maisons étrangères ne saurait l'être davantage. Ils étaient 30 en 1897, à Berlin, en 1900, ils étaient 73, et en 1902, 100(1). A Francfort, dans le premier semestre de 1901, 2 remisiers ont à eux seuls conclu avec Paris et Londres, pour 59 millions de marks d'opérations, et ils sont plus de 30 en tout (2). A Hambourg ,le nombre de remisiers a passé de 5 en 1893 à 10 en 1900 (3). Certains représentants de la Maklerbank de Hambourg, sont devenus représentants de maisons de Paris et de Londres. Autant de faits qui prouvent le développement de la spéculation allemande à l'étranger; ces faits nous ont été confirmés par plusieurs directeurs de banque: la spéculation allemande sur valeurs des mines d'or du Transvaal à Londres, sur actions des chemins de fer américains à New-York et à Amsterdam s'est beaucoup accrue de 1897 à 1907. Mais la coïncidence de cette évolution de la spéculation allemande et de l'entrée en vigueur du bœrsengesetz permet-elle d'affirmer qu'il y a entre ces deux phénomènes une relation de cause à effet. D'où aurait pu résulter, en effet, l'influence du Bœrsengesetz sur cette évolution: de l'insécurité juridique dans laquelle opère la spéculation en Allemagne, de l'infériorité des formes de spéculation en usage dans les bourses allemandes depuis l'entrée en vigueur de la loi sur la bourse.

(1) Lœb. *Die volksw. Schaedigung...* op. cit. p. 34. Wermert, art. cit. de la *Revue de Conrad* 1901. p. 822. Raffalovich. *Le Marché financier*, 1901-1902, p. 212.

(2) Wermert, art. cit. de *Revue de Conrad,* 901, p. 822.

(3) *Denkschrift*, op. cit. p. 49

Or cette insécurité juridique frappe également les opérations à terme de bourse conclues à l'étranger par un allemand non inscrit sur le registre de bourse. La loi est formelle sur ce point (art. 68). Le déplacement s'expliquerait-il par la technique nouvelle de la spéculation allemande? Mais la technique usitée à la Bourse d'Amsterdam est précisément la même que la nouvelle technique allemande: on y opère au comptant en compte courant. Le terme n'existe pas davantage à la Bourse de New-York, où il est légalement interdit. N'y a-t-il pas, dès lors, quelque témérité à attribuer le développement de la spéculation allemande dans les bourses étrangères à la loi sur la Bourse? Au surplus ,si nous examinons les valeurs étrangères qui ont, depuis 1897, la faveur des spéculateurs allemands ,nous sommes fort sollicité de donner de ce phénomène une autre explication.

Les espérances qu'a suscitées la mise en exploitation des mines d'or du Transvaal, l'aléa complet de l'avenir des Chartered et autres Rand Mines de l'Afrique du Sud donnaient à ces valeurs, au premier chef, le caractère de valeurs de spéculation. L'Allemagne ne fut pas seule à être tentée de s'enrichir en peu de temps avec les mines d'or du Transvaal; les Français, les Belges, les Hollandais spéculèrent aussi sur ces titres ,qui pouvaient laisser espérer une hausse indéfinie de leurs cours, et de gros bénéfices sans travail. Aucune loi sur la Bourse n'était venue gêner les spéculateurs Français, Belges ou Hollandais, dans leurs spéculations sur les valeurs nationales. Nous en dirions autant des actions de chemin de fer américaines; ces actions sont soumises à des variations de cours considérables. L'agiotage chronique dont souffrent les bourses américaines suffit à faire de ces titres des valeurs de spéculation, ou plutôt de jeu par excellence. Et ainsi s'explique à notre sens la faveur des spéculateurs

allemands pour les opérations sur ces valeurs étrangères. La responsabilité de la loi sur la bourse nous paraît avoir été infiniment exagérée.

Telle a été, à notre sens, l'influence de la réglementation du terme en Allemagne sur la Bourse des valeurs.

SECTION II

CONSÉQUENCES A LA BOURSE DES MARCHANDISES.

Arrivons à son action sur la Bourse des marchandises, et examinons ici, suivant la méthode adoptée pour la Bourse des valeurs, les succédanés du marché à terme de bourse, la fixation des prix et l'assurance des risques depuis l'entrée en vigueur de la loi du 22 juin 1896, les conséquences plus lointaines de la réforme de la Bourse en matière de concentration de l'industrie et du commerce, de déplacement de la spéculation à l'étranger.

Sur les succédanés du marché à terme de bourse, nous serons bref : nous nous sommes déjà expliqué sur ce point dans notre partie juridique, et ce que nous avons dit des opérations à livrer du droit commercial sur valeurs au point de vue économique s'applique également aux opérations à livrer sur marchandises. Il est cependant à remarquer que l'opération à livrer constitue le seul succédané du marché à terme pratiqué à la Bourse des marchandises ; et c'est le plus souvent sous la forme d'une opération à livrer ordinaire que sont conclues les opérations à terme à la bourse des marchandises. En fait, les négociants n'usent jamais du droit à un délai, qui distingue les opérations à livrer ordinaires des opérations

à livrer à terme fixe. Et les bordereaux, après avoir expressément écarté les usances de bourse comme base du contrat qu'ils constatent, les reproduisent une à une minutieusement. L'opération à livrer, telle qu'elle est pratiquée joue le rôle d'un véritable marché à terme de bourse.

Ce n'est donc pas la transformation de la technique qui a amené cette contraction de la spéculation sur marchandises, dont nous avons cru devoir, tout d'abord, constater l'étendue. Cette contraction est due à l'insécurité juridique qui menace ces opérations. Cette insécurité varie suivant les produits: les uns sont exclus du terme, les autres y sont admis; mais sur produits admis ou sur produits exclus ,la spéculation à terme est toujours exposée, au moins, à la nullité de l'art. 66. A la bourse des marchandises, comme à la bourse des valeurs, le registre est resté lettre morte. Nous nous croyons, par suite, autorisé à étudier les conséquences du titre IV de la loi de 1896, sans distinguer entre les marchandises exclues et les marchandises admises au terme.

1° L'Allemagne n'a-t-elle pas eu à souffrir de cet affaissement brusque de son marché à terme, soit pour *la fixation des prix*, soit pour *l'assurance des risques d'oscillation des cours.*

Les suites de la loi sur la Bourse à Berlin, permettent d'affirmer qu'un pays a besoin d'une cote en bourse, qui serve à orienter les transactions commerciales. Lorsque le gouvernement eut fermé le Palais des Fées, refoulé les négociants en révolte contre la loi dans l'Hôpital du St-Esprit, transformé la spéculation en une spéculation de comptoir à comptoir, interdit la publication des prix stipulés dans les marchés conclus par ces comptoirs, les inconvénients de cette disparition brusque de toute cote de cours des produits se firent immédiatement sentir. Les producteurs de blé, aussi bien que le petit négociant de canton, sont le plus souvent mal

informés sur l'allure d'un marché, qui n'est rien moins qu'international. L'Etat passe des marchés de fourniture; comment établir les prix de base. Le Bund der Landwirte (Ligue des Agriculteurs), ne désespérait pas cependant de suppléer la cote de la Bourse. Dès 1897, les Chambres d'Agriculture de Brandebourg et de Poméranie s'unissaient pour publier des listes de cours. D'autres Chambres d'agriculture s'unissaient aux deux premières, et, en août 1897, on installait à Berlin une Centralnotierungsstelle (Office central de notations des prix). Cet Office central centralisait les renseignements fournis par les Chambres d'agriculture et les publiait. Ces listes de prix furent très vivement critiquées. On leur reprochait de donner une idée complètement inexacte du marché sur céréales. Et une association de négociants, le Sächsiche Provinzialverein für Getreide-und Produktenhandel de Halle a. S. comparant les prix publiés par la Zentralstelle à ceux des livres des commerçants et des meuniers, constatait des écarts de 18,50 mk. pour le blé, de 9 mk. pour le seigle, de 13 à 15 mk. pour l'avoine. D'un autre côté, les variations de prix d'un jour à l'autre étaient considérables: même en temps d'affaires très calmes, l'écart d'un jour à l'autre atteignait 16 mk. pour le blé, 8 mk. pour le seigle, 15 mk. pour l'avoine. Cela provenait de la dievrsité d'origine des renseignements servant de base à ces listes de prix. C'est alors que l'Office Impérial de statistique se chargea de publier dans le Reichsanzeiger des listes de prix. Une circulaire ministérielle du 17 juillet 1897 créait des commissions de marché, chargées de constater les cours des céréales sur tous les marchés de l'Allemagne. Ces commissions devaient être composées d'un magistrat, d'un agriculteur, d'un négociant. Les négociants s'abstinrent. A Halle, le représentant du commerce à la commission ,était un boucher retiré des affaires! Dès lors, le

gouvernement songea à ressusciter la Bourse, et le 25 février 1898, le ministre du commerce, M. Brefeld, proclamait au Reichstag: « ...je dois dire que le gouvernement tient pour souhaitable l'existence d'une cote officielle des prix périodique, que cette cote émane d'une bourse ou d'un marché... Nous n'avons plus de cote depuis la fermeture de la bourse des produits... » Après avoir constaté l'insuffisance des cours publiés par la Zentralstelle et l'Office de Statistique, il continuait: « la création d'une bourse ou d'un marché à Berlin, que je tiens pour souhaitable, n'est pas affaire de l'administration, mais des intéressés. » (1) La voix du ministre mit du temps à être entendue par les intéressés: il ne fallut rien moins qu'une menace de fermeture de l'hôpital du St-Esprit pour amener la réouverture de la Bourse des marchandises au début de 1900. L'histoire de cette révolution de palais... que fut la fermeture de la Bourse de Berlin, nous montre qu'un pays a besoin d'une cote de cours. Une spéculation au courant des mouvements de l'offre et de la demande est seule capable de la lui donner. Il n'est pas nécessaire que cette spéculation soit au reste trop étendue; l'avis de quelques compétences est assurément préférable à celui de milliers d'ignorants. Et si l'Allemagne a pu souffrir de l'absence d'une cote officielle, il ne paraît pas que l'allure de sa courbe des prix ait eu à souffrir des atteintes portées à la spéculation de Bourse.

Les temps de crises sont particulièrement favorables à l'examen du rôle égalisateur des prix joué par la spéculation: son sang froid calme et atténue la panique. Elle achète quand les autres vendent. Or, l'effondrement du corner du blé, en 1898, c'est-à-dire en plein désarroi de la spéculation allemande, a atteint fort peu ce dernier pays. Le krach fut le résultat des

(1) cf. Wermert. *Bœrse*, op. cit., p. 280-281.

manœuvres de deux américains, Leiter, le fils d'un millionnaire, achetait dans le monde entier; Armour, le roi du porc, se mit en devoir de vendre. Il réussit à livrer à Leiter plus de blé que celui-ci ne pouvait en payer. D'où une baisse énorme (1). Dans cette bourrasque, l'Allemagne fut le marché qui fit la meilleure contenance et présenta les oscillations extrêmes les moins considérables. Faute de mieux, prenons les statistiques de la Centralstelle; elles sont, au reste, concluantes dans notre cas; car, on leur reproche d'exagérer les oscillations des cours.

Oscillations extrêmes du prix du blé en 1898 (2) (*M K*)

	Avril	Mai	Juin	Total
Chicago..........	60	222,80	120,05	402,85
New-York........	61,65	286,30	94,65	442,60
Liverpool.........	69,70	123,10	155,35	384,15
Odessa............	46,65	121,95	33,35	201,95
Pest................	73,50	109,40	62,50	245,40
Paris...............	41,36	79,05	70,35	190,75
Berlin..............	41	62	66	169

La France, elle-même, le pays le moins tributaire pour sa consommation de la production américaine, présente des oscillations plus considérables que l'Allemagne pendant cette période troublée, qui va d'avril à juin 1898.

(1) Cf sur ce Krach : Wiedenfeld. *Die Organisation des deutschen Getreidehandels und die Getreidepreisbildung im. 19 Jahrhundert. Revue de Schmoller* 1900, p. 185-87 (643-645)

(2) D'après Manke. *Der Verein Berliner Getreide-und Produktenhaendler und seine Glaubwuerdigkeit.* Berlin, 1899, p. 11.

Au reste, si nous faisons porter notre observation sur une période plus étendue ,nous constatons plus de calme et de régularité dans la courbe du prix des céréales. Si l'on compare le mouvement des prix du blé et de cette céréale allemande par excellence, qu'est le seigle, à New-York, Londres et Berlin ,on est frappé du contraste entre les écarts capricieux et énormes de New-York et de Londres, et la hausse progressive et lente de Berlin.

Prix moyen du blé à Berlin comparé à celui d'Amsterdam, Anvers, Liverpool, Londres. Mk. (1).

	1894	1895	1896	1897	1898	1399	1900	1901	1902	1903	1904	1905
	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Berlin (755 g. p. 1)	136	143	156	174	186	155	152	164	163	161	174	175
Amsterdam (Odessa)	91	98	112	137	146	126	127	128	»	127	141	152
Anvers (moyen)	96	103	118	150	152	135	135	130	129	133	140	142
Liverpool (La Plata)	102	111	125	»	»	130	134	134	140	140	147	148
Londres (angl.)	108	108	124	142	161	123	139	129	135	130	140	146
Londres (californ.)	110	115	132	157	167	137	137	132	136	144	»	»
Berlin plus que :												
Amsterdam	45	45	41	37	40	29	25	35	»	31	33	23
Anvers	40	40	38	24	34	20	17	34	34	28	34	33
Liverpool	34	32	31	»	»	25	18	30	23	21	27	27
Londres (ang.)	28	35	32	32	25	32	22	35	28	31	34	29
Londres (californ.)	26	28	24	17	19	18	15	32	27	17	»	»
Berlin (en moyenne plus que :												
Amsterdam		44,7						32,1				
Anvers		39,3						28,7				
Liverpool		32,3						24,4				
Londres (angl.)		31,7						29,8				
Londres (californ.)		26,0						20,7				

Si nous consultons la statistique des prix du sucre, ils présentent également une très grande stabilité, depuis l'en-

(1) D'après Ruesch, art. cit., p. 150.

trée en vigueur du bœrsengesetz, sans pour celà être insensibles aux variations de l'offre et de la demande. En 1897, c'est la discussion de la loi fiscale sur le sucre et le vote du Dingley Tarif en Amérique (1), qui troublent le marché. En septembre 1898, l'annonce d'une récolte autrichienne supérieure à 250.000 t. provoque un affaissement des cours. Mais, à partir du 3 octobre, on est fixé sur la récolte des différents pays sucriers; elle est mauvaise. D'où une hausse ininterrompue. L'année 1899 s'ouvre avec un marché flottant et indécis. Mais la hausse ne tarde pas à reparaître sous l'influence des achats de l'Amérique et des agissements d'un groupe parisien: les prix s'élèvent de 2 mk. Toutefois, chose digne de remarque, l'Allemagne reste méfiante à l'égard de ces agissements et participe peu à ce mouvement de hausse. Bien lui en valut. Car, en juillet, août, de fortes quantités de sucre autrichien arrivèrent sur le marché allemand. Les haussiers doivent supporter les conséquences d'une forte baisse.

A partir de 1900, la conclusion d'un cartel du sucre brut et du sucre raffiné venait enlever aux marchés à terme leur rôle d'assureur des risques et de fixation des prix (1). Cette substitution du cartel à la spéculation de bourse dans le rôle d'intermédiaire entre le producteur et le consommateur est encore digne d'être notée.

Prix du sucre (Mk.)

	1897		1898		1899		1900	
	+ haut	+ bas	+ haut	+ bas	+ haut	+ bas	+ haut	+ bas
Janvier..........	9,35	9,07	9,57	8,22	9,17	9,15	9,77	9,22
Février..........	9,17	8,80	9,42	9 »	9,87	9,40	10,15	9,75

(1) Le Dingley Tarif soumettait le sucre des pays distribuant des primes d'exportation à un droit compensateur égal au montant de la prime. *Bericht der Handelskammer zu Leipzig* pour 1897, Leipzig Heinrich 1898, p. 76 et 77.

Mars.............	9,15	8,70	9,30	8.95	10.05	9.70	10.27	9.77
Avril.............	9 »	8,57	9,50	9 »	11,25	10.15	10,60	10,15
Mai...............	8,90	8,70	9,75	9.22	11,50	10 95	10.72	10,45
Juin..............	8,75	8,47	9,77	9.22	11,25	10.62	11,27	10,60
Juillet...........	8,47	8,15	9,27	9.15	10.80	10.22	12,30	11,20
Août.............	8,92	8,35	9,50	9.27	11,20	10 »	12 30	11,30
Septembre.....	9,08	8,47	9,60	9,40	10,17	9.20	12,15	11,25
Octobre.........	8,77	8,40	9,80	9,65	9,45	9.07	10,05	9,57
Novembre.....	9,02	8,42	10,22	9,67	9,17	9.02	9,80	9,47
Décembre......	9,60	8.97	10,25	9.47	9,35	9,02	9,85	8,97

L'influence de la contraction de la spéculation sur marchandises nous semble donc, au point de vue de la stabilité des cours, avoir été plutôt favorable. Reste à savoir, si la hausse des prix, que l'on attendait de la suppression des ventes à découvert et du « blé de papier », a répondu aux espérances du législateur, si l'Allemagne a toujours la même facilité de s'assurer contre les oscillations du prix des marchandises et particulièrement des marchandises dont l'offre est soumise aux caprices des saisons. Les adversaires de la loi prétendent que la loi sur la bourse a eu pour conséquence de ralentir la hausse des prix, et même, en réalité, d'amener leur baisse, car ,depuis 1897, le droit de douane allemand, tout en restant le même, a cessé d'agir avec la même efficacité: l'écart entre le prix des céréales sur le marché libre et sur le marché allemand a diminué.

La hausse des prix a été ralentie. Pour le démontrer, il suffit de comparer la hausse du prix du blé à Berlin et

(1) Ebering, op. cit. p. 107 s.

sur les autres places du monde. De 1896 à 1906, le blé a haussé par 1000 kil., en mk.: (1)

Berlin	Londres	Anvers	Paris	Vienne	New-York	Amsterdam (1)
19	22	24	34	35	38	40

Dès 1897-1898, ce phénomène était déjà sensible. Le prix du blé haussait en moyenne, de janvier à décembre:

Berlin	New-York	Amsterdam	Londres
11,4	15,8	16,8	16,9

En 1897, alors que Vienne cotait auparavant plus bas que Berlin, c'est l'inverse qui se produit. Vienne est plus haut que Berlin. (2)

L'écart entre le prix du blé en Allemagne et le prix du blé sur le marché libre a sensiblement diminué. La différence de cours entre Berlin et Amsterdam qui était en moyenne de 1894 à 1896, de 41 mk. en faveur de Berlin, n'atteignait plus que 32 en moyenne, de 1897 à 1905. La différence de cours entre Berlin et Anvers passait respectivement de 39 à 28 et la différence entre Berlin et Londres, de 31 à 29 pour le blé anglais, et de 26 à 20 pour le blé américain.

Mais que conclure de là? Nous éliminons d'abord l'argument tiré des chiffres des années 1897-1898. Car ces années sont celles du corner de l'américain Leiter; et si la hausse n'a pas été aussi considérable à Berlin qu'à Vienne, Berlin n'eut pas tout à y perdre. La baisse y fut aussi moins considérable Nous savons que c'est Berlin qui présenta les moindres oscillations de cours lors de l'effondrement du corner, en avril 1898. Reste l'autre constatation: de 1897 à

(1) cf. Ruesch., art. cit. p. 147.
(2) cf. Conrad, dans sa Revue, 1899, p. 657.

1905, l'écart est moindre entre Berlin et le marché extérieur. En quoi la loi sur la bourse peut-elle être responsable de ce phénomène? MM. Ruesch et Wermert l'expliquent par l'impossibilité des opérations d'arbitrage en Allemagne depuis l'entrée en vigueur de la loi sur la bourse (1). Nous avouons ne pas comprendre ce raisonnement. De l'avis de tous les économistes l'arbitrage a pour conséquence de niveler les cours. Une restriction des opérations d'arbitrage devait par suite accroître l'écart de prix existant entre le marché allemand et le marché extérieur, en rendant ces 2 marchés moins solidaires. Le but avoué des agrariens en votant la loi sur la bourse était même de décourager l'importation, de donner au marché allemand une plus grande autonomie; on espérait ainsi obtenir une action efficace du droit de douane. Les agrariens ont fait fausse route, nous le voulons bien. Mais leur échec ne saurait s'expliquer par une diminution des opérations d'arbitrage. A vrai dire, c'est dans une autre loi que la loi sur la bourse, qu'il faut chercher l'explication de notre phénomène. Une loi du 14 avril 1894 est venue remanier le système douanier allemand en matière d'importation de céréales. A l'admission temporaire, on substitua le système des bons d'importations. Voici dans quelles circonstances. L'Allemagne en gros, se divise, au point de vue économique en deux grandes régions: une région agricole, l'Est, une région industrielle, l'Ouest. L'Est est grand producteur de céréales, l'Ouest est au contraire surtout consommateur de céréales. La logique commanderait donc que l'Ouest reçût ses céréales de l'Est. Il n'en est rien, et il en sera ainsi aussi

(1) cf. Ruesch, art. cit. p. 150 s. Wermert, art. cit. *de Revue de Conrad* 1900 p. 883 s.

longtemps qu'un vaste canal réunissant l'Est à l'Ouest n'aura pas mis à la disposition du commerce une voie de transport économique. L'Est allemand, devant les frais énormes d'un transport par chemin de fer, est réduit à vendre ses céréales dans les pays scandinaves et en Angleterre. L'Ouest tire ses céréales d'Amérique et les importe par cette magnifique artère qu'est le Rhin. L'Est se trouvait exporter sur le marché libre: il ne bénéficiait donc pas du droit de douane. L'Ouest importait et payait le droit de douane. Les droits de douane sur les céréales avaient un caractère surtout fiscal et très peu protecteur. On voulut leur donner ce dernier caractère; un droit de douane fiscal sur un produit comme le blé ou le seigle ne se défend pas. On imagina le système des bons d'importation. Le producteur de l'Est, exportateur de blé, reçut un papier de douane, dénommé bon d'importation. Ce bon d'importation lui donnait le droit d'importer en franchise dans un délai de 6 mois la même quantité de céréales que celle qu'il avait exportée. En fait, il n'importa point. Mais il vendit ses bons d'importation aux négociants de l'Ouest importateurs de blé. Et de la sorte, il se trouva bénéficier du droit de douane. Les prix haussèrent dans l'Est, baissèrent dans l'Ouest. L'expédient était ingénieux. Mais il n'est pas étonnant dans ces conditions, que les bourses allemandes, qui comptent nombre de négociants importateurs, aient pu rapprocher les cours pratiqués en Allemagne de ceux du marché extérieur. Voilà, à notre avis, l'explication de ce phénomène. Nous objecte-t-on que ce nivellement n'a pas été immédiat, nous répondrons que les effet d'une loi sont loin d'être tels. En tous cas, la diminution des opérations d'arbitrage à partir de 1897 ne saurait aucunement rendre compte de ce phénomène.

Pour ce qui est de la formation des prix, la loi sur la

la bourse nous paraît donc avoir exercé une influence favorable. En est-il de même en ce qui concerne l'assurance des risques. M. Goldenbaum affirme que le marché à terme a été délaissé par des négociants, des meuniers, à qui il servait d'assurance; il est possible. Mais de l'enquête, à laquelle nous nous sommes livré en Allemagne, il semble bien résulter que les marchés à terme d'assurance sont encore pratiqués en Allemagne; un négociant offrant des garanties, a toujours la faculté, nous a-t-on affirmé, de conclure, sous forme d'opération à livrer du droit commercial, des marchés à terme de couverture ou d'assurance: seul le petit négociant, le petit meunier, dont on redoute l'insolvabilité, peuvent éprouver quelque difficulté à cela. Mais ne les éprouvaient-ils pas déjà avant la loi sur la bourse? Au surplus gardons-nous d'exagérer ce rôle d'assurance du marché à terme. Il est surtout important pour l'importateur, pour l'industriel. Or, l'importation tend de plus en plus à être réalisée par de grosses maisons d'importation, parfaitement capables d'assumer les risques de variations des cours. Le Rhin est l'artère principale par où l'Allemagne importe le blé; or aucun négociant de cette région ne se plaint de la suppression du marché à terme de bourse. La place de Mannheim s'est presque toujours opposée à l'organisation d'un marché à terme de bourse sur céréales. A Cologne, Düsseldorf, Duisburg, Ruhrort, les centres les plus importants d'importation de l'Allemagne et sièges des plus grands moulins de l'Allemagne, négociants et minotiers ont été unanimes à nous affirmer que les marchés à livrer effectifs suffisaient amplement aux besoins de leur commerce. Non seulement la loi sur la bourse leur est indifférente, mais depuis 1897, leurs bénéfices n'ont cessé d'augmenter ,car l'Allemagne importe toujours davantage de céréales. Nous voyons par consé-

quent avec quelle prudence il faut apprécier l'influence du bœrsengesetz sur l'assurance contre les risques de variations des cours. Cette assurance reste possible; la concentration moderne du commerce et de l'industrie restreint le rôle d'assurance de la bourse.

2° On peut donc admettre que la loi sur la bourse a dans ce sens mis le petit négociant, le petit meunier dans un état d'infériorité en face de la grande maison de commerce et du grand moulin (1). Sans doute les raisons de la disparition du petit commerce et de la petite industrie sont multiples; admettons que la loi sur la bourse en ait ajouté une nouvelle. Il n'en est pas moins vrai que cette loi a également agi en sens contraire; elle a été le signal d'une résurrection du marché local ou régional; elle a été le signal de la création de coopératives de vente de céréales. Adversaires et partisans du bœrsengesetz sont unanimes à reconnaître, que le coup porté à la spéculation des grandes bourses a eu pour conséquence de donner un regain de vitalité aux petits marchés (2): le paysan, le propriétaire y apportent leurs céréales, et les négociants ou commissionnaires les leur achètent. Toutefois ce marché n'est évidemment pas absolument indépendant de celui de Berlin et de la cote de la Bourse. Il est cependant curieux de constater la renaissance d'anciennes formes de commerce à la suites des atteintes portées aux nouvelles formes, qui avaient jadis entraîné leur disparition.

Mais la conséquence de beaucoup la plus importante en matière de décentralisation commerciale est assurément la

(1) cf. Ruesch., art., p. 53-57.

(2) cf. *Eingabe der Centralstelle der preussischen Landwirtschaftskammer in Berlin, bettreffend die Reform des Stempel-und Bœrsengesetzes* dans *Entwurf cit.*

création par les propriétaires de coopératives de vente de céréales (Kornhäuser). (1). Il ne s'agit plus, avec ce mouvement, de la transformation du commerce, mais purement et simplement de sa suppression. L'expérience est encore trop récente pour qu'on puisse tirer des conclusions certaines sur son avenir. Le succès reconnu des coopératives de vignerons de la région rhénane permet de bien augurer du succès des coopératives de vente de céréales. L'entreprise est trop vaste pour être réalisée en un jour: l'œuvre déjà accomplie mérite cependant l'attention (2). Elle est encore d'origine récente et date de 1895 et 1896. Elle a donné déjà d'excellents résultats. Pour ne citer qu'un exemple, en 1903, on comptait en Prusse 35 greniers coopératifs groupant 7.952 membres. Ces greniers pouvaient contenir 48.133 t. de céréales, soit en moyenne 1.553 t. par grenier. Ils disposaient pour la manutention et le soin à donner aux céréales de 5 machines à vapeur, 16 moteurs à gaz, 5 moteurs électriques, 5 moteurs à benzine et à alcool, en tout 557 chev. vap. En 1901-1902 on avait livré 314.375 doppelzentner de blé, 439.292 de seigle, 172.107 d'orge, 248.979 d'avoine et 39.858 de céréales diverses; soit au total 1.214.611 dz et en moyenne par coopérative 39.181 dz (3). Sans doute, nous conviendrons que ces chiffres sont peu de chose en face des 8 à 9 Mill T. de seigle, des 4.300.000 t. de blé, 8 Mill T. d'avoine, 2 à 3 Mill T. d'orge que produit l'Allemagne. Cependant le succès incontestable (4) de ces dernières coopératives permet de très bien augurer de leur avenir et de

(1) cf. Souchon *Les Cartels de l'agriculture en Allemagne*. Paris, Colin 1903.

(2) cf. Wygodzinski. *Kornspeicher* dans *Dict. de Conrad*, 2me édit. 1900.

(3) cf. Wermert. *Bœrse*, op. cit. p. 288 s.

(4) *Berliner Jahrbuecher fuer Handel und Industrie*, 1903, t. II p. 11.

leur développement. Elles seraient le remède le plus sûr à la spéculation de bourse.

3o Nous avions l'occasion de constater, il y a un instant, que l'importation allemande de céréales n'avait cessé de s'accroître dans ces dernières années. Il n'y aurait donc rien d'extraordinaire à ce que les opérations allemandes à étranger aient pris un développement parallèle. Bien des auteurs l'affirment. Nous voulons bien les croire sur parole. Ils ajoutent que les négociants et meuniers allemands empêchés de s'assurer en Allemagne contre les oscillations des cours des produits, ont déplacé leurs centres d'opération, opèrent à terme dans les bourses étrangères. Les bourses américaines, belges, néerlandaises auraient bénéficié de ce déplacement (1). Nous voulons bien encore les croire. Mais un fait nous laisse sceptique. Les bourses néerlandaises n'ont pu gagner par suite de l'interdiction du marché à terme sur céréales en Allemagne. Car ni Amsterdam (2), ni Rotterdam (3) ne pratiquent le marché à terme de bourse sur céréales. Et cependant si une bourse était indiquée pour

(1) Piekenbrok, op. cit. p. 229. *Berliner Jahrbücher für Handel und Industrie*, 1904, I, p. 588. Ruesch, art. cit. p. 53 s. Raffalovich. *Marché financier* 1901/02 p. 247 s.

(2) La nouvelle bourse d'Amsterdam, érigée à peu de distance de l'ancienne récemment démolie, est divisée en 2 compartiments : le compartiment des valeurs, interdit au public, le compartiment des marchandises, accessible au public moyennant un léger droit d'entrée. Chaque vendeur se tient près d'un comptoir, où est étalée une foule d'échantillons. Pour les grains, des damiers à cases blanches, grises, jaunes, suivant les cas. Plusieurs courtiers interrogés par nous ont bien voulu nous répondre qu'on traitait uniquement sur échantillon et qu'on ignorait, à Amsterdam, les marchés sur différences.

(3) La bourse de Rotterdam présente beaucoup d'analogie avec celle d'Amsterdam. Cependant les échantillons de produits n'y sont pas étalés comme à Amsterdam. Le marché à terme existe sur certains produits et sur certains métaux. Il est organisé sous la forme d'une caisse de liquidation. Mais les céréales ne sont pas traitées à terme.

organiser le marché à terme de bourse à la suite de son interdiction en Allemagne, c'était évidemment celle de Rotterdam. Car Rotterdam est le grand port d'importation des céréales à destination de l'Allemagne (1). Le café, il est vrai, est traité à terme à Rotterdam; mais il l'est aussi à Hambourg en toute sécurité; car les négociants en produits se sont faits inscrire sur le registre. Ici encore il nous paraît y avoir infiniment d'exagération à affirmer que les bourses étrangères ont à se louer du vote de la loi sur la bourse. Et de même que nous le remarquions à propos de la bourse sur les valeurs, il importe de le répéter pour la bourse des marchandises: la nullité des opérations à terme est seule capable d'expliquer un déplacement de la spéculation à la suite du vote de loi de 1896. Or, les opérations conclues à l'étranger sont nulles de la même nullité que les opérations conclues en Allemagne. Et si le respect de la parole donnée suffit à assurer l'exécution d'un contrat passé par un allemand à l'étranger, pourquoi n'en serait-il pas de même pour un contrat passé en Allemagne.

* * *

Donc et pour conclure la restriction de la spéculation à partir de 1897, contraste avec la vitalité économique de l'Allemagne dans ce même laps de temps. Et cette première constatation prouve que le rôle de la bourse, rôle d'intermédiaire, ne doit pas être exagéré. Il ne doit pas l'être surtout dans la période récente, où la grande banque, le grand négociant, le cartel tendent à se substituer à elles. Qu'il

(1) Cela nous confirmait les renseignements que nous avions recueillis à Dusseldorf, Duisburg d'importateurs allemands et d'après lesquels l'interdiction du marché à terme n'a nullement touché ou même gêné leur commerce.

s'agisse de la fixation des prix ou de l'assurance des risques, des émissions d'emprunt ou des importations de produits la contraction de la spéculation paraît avoir eu une influence plutôt favorable sur l'évolution économique de l'Allemagne. Les cours ont été plus stables. Il est possible que la loi sur la bourse ait favorisé la concentration dans la banque, dans le commerce et dans l'industrie; mais la disparition de certaines banques n'était pas à regretter. C'étaient elles que le législateur visait quand il intervenait contre le jeu de bourse. Une certaine concentration du commerce des produits est compensée par l'impulsion donnée à la création de coopératives de vente. Quant au déplacement de la spéculation à l'étranger, c'est un phénomène des plus contestables: la Bourse étrangère n'offre pas à la spéculation une sécurité juridique plus grande, et assez souvent le marché à terme n'y sert pas le cadre juridique à la spéculation Si ce déplacement existe, il a d'autres causes. Quoiqu'il en soit, cette loi a lésé des intérêts; l'exception de registre a fait des victimes, provoqué parfois des scandales. Il n'est donc pas étonnant qu'elle soit assez vivement attaquée et que sa réforme soit ardemment réclamée.

CHAPITRE IV

Mouvement de réforme et projets de réforme du titre IV de la loi sur la Bourse.

C'est en effet l'exception de registre qui forme le point central du mouvement de réforme du titre IV de la loi sur la bourse. C'est sur ses conséquences immorales que l'accord se produit entre libéraux et agrariens. Mais le désaccord commence bientôt après. La banque et le commerce réclament la suppression du registre de Bourse, la suppression de l'interdiction du marché à terme sur valeurs minières et industrielles, sur céréales et produits de la meunerie. Les agrariens s'opposent énergiquement à une réforme aussi radicale de leur œuvre. Ils réclameraient plutôt son aggravation sur certains points. Aussi ne faut-il pas s'attendre à une réforme de la loi sur la bourse bien radicale (1).

Le mouvement de réforme de la loi sur la bourse ne date guère que de l'année 1900. Mais pour avoir tardé, il n'en est pas moins très intense. La crise de 1900, en déchaînant des pertes souvent énormes dans les rangs des spécula-

(1) En ce sens, Arendt, député au Reichstag. *Geld, Bank, Bœrse.* Berlin, Schweshke 1907, p. 28-30.

teurs décida ceux-ci à élever l'exception de registre. Les banques, les négociants eurent beaucoup à souffrir de la mauvaise foi de clients peu scrupuleux. Ce fut le signal d'une hostilité violente contre le titre IV de la loi sur la bourse. Jusqu'en 1900, les Rapports des Chambres de commerce étaient muets sur le bœrsengesetz. A partir de 1900, elles sont unanimes à demander impérieusement sa réforme (1). Elles adressent au Gouvernement des mémoires, des pétitions avec une solidarité très remarquable. La Chambre de commerce de Francfort donne le signal par un mémoire adressé au Chancelier en 1900. Les autres Chambres de commerce suivent. En 1901, la Chambre de commerce de Francfort adresse une requête au ministère du commerce pour réclamer la révision de la loi sur la bourse. C'est enfin en 1901, qu'est créé le Centralverband der deutschen Bank-und Bankiergerwerbe, qui va bientôt faire paraître le célèbre Mémoire relatif à la réforme des lois sur le timbre et sur la Bourse. Le Commerce, la banque dans leurs assises annuelles (Handelstage, Bankiertage), protestent énergiquement contre la loi sur la bourse (2). Les comités directeurs de bourse se réunissent pour demander eux aussi la réforme de cette loi (3).

Devant cette offensive vigoureuse, le ministre du commerce qui avait déjà négocié la réouverture de la Bourse

(1) *Rapports des Chambres de Commerce* : *Hambourg*, 1900, p. 26 et 27, 1901 p. 24. *Brême* 1901, p. 48 et 49, 1902 p. 51. 1903 p. 58 et 59. *Leipzig* 1900, p. 18 et 19, 1901, p. 14 et 15, 1902 p. 22 et 23, 19 3 p. 27, 28, 63 ot 190. *Francfort*, 1900 p. 67, 72, 1901 p. 58, 62, 63, 1902 p. 64, 67, 1903 p. 69, 71. *Berlin*, 1902 p. 41; *Cologne*, 1900 p. 85 ; 901 p. 90. 1902 p. 95, 1904 p. 111,

(2) 30 *Vollversammlung des Deutschen Handelstags in Berlin* am 24 und 25 maerz 1904. Berlin, Liebheit et Thiessen 1904, p. 4, 17.

(3) *Stenogramm der Versammlung Deutscher Bœrsenvorstaende* du 11 février 1903 à Berlin, Berlin. Peuter et Nicolas 1903, p. 27.

des marchandises au début de 1900, se décide à préparer un projet de réforme de la loi sur la bourse. Il n'ira point point aussi loin que le voudraient toutes ces pétitions, réclamations, réunions diverses de négociants et de banquiers. Mais une réforme est mise à l'étude. Avec la collaboration des Doyens des négociants de Berlin, on mène une enquête dans le monde du commerce et de la banque; un questionnaire est adressé à 801 maisons. Consulté sur les conséquences de l'arrêt du Reichsgericht du 1er décembre 1900, le Comité consultatif de la Bourse trace dans sa réponse les grandes lignes d'une modification du titre IV de la loi du 22 juin 1896 (1). Cet avis du Comité consultatif devient le point de départ d'un projet pratique et précis de réforme. Le ministre du commerce et de l'industrie de Prusse convoque une commission composée de délégués du ministère l'intérieur, du ministère de la justice, du ministère des finances, du ministère de l'agriculture, du ministère du commerce, de représentants de l'agriculture et des Bourses, de jurisconsultes et de parlementaires. Réunie les 18 et 19 septembre 1901 sous la présidence de M. Mœller, ministre du commerce, elle examina la décision du Comité consultatif. La majorité de ce Comité s'était prononcée 1° pour la suppression du registre de Bourse ou tout au moins, la reconnaissance en droit de la validité des couvertures et des reconnaissances 2° pour l'équivalence de l'inscription sur le registre de commerce et de l'inscription sur le registre de bourse; 3° pour l'abrogation de l'interdiction du marché à terme sur céréales ou sur actions ou pour une modification tout au moins de la jurisprudence du Reichsgericht. Elle ne fut pas sui-

(1) cf. Raffalovich. *La Réforme de la Législation de Bourse en Allemagne.* Journal des Economistes 1901, 3e sér. t. XLVII p. 30 s. Wermert art. cit. p. 811 s.

vie par la commission convoquée par le ministre du commerce, qui s'inspira des décisions de la minorité du Comité consultatif; les reconnaissances de dettes seront valables; l'exception de registre prescrira par 6 moins. Les sûretées fournies ne pourront être répétées, si elles ont été fournies en espèce et s'il est spécifié par écrit qu'elles doivent servir à la couverture des opérations de Bourse.

Entre temps, en effet, les agrariens ne restaient pas inactifs: à l'offensive du commerce et de la banque, ils répondaient par une contre-attaque fort décidée: le 10 février 1902 le Bund der Landwirte votait la résolution suivante:

1o L'expérience actuelle des bourses de commerce et de valeurs montre, que la possibilité d'élever l'exception de registre n'a pas amené la cessation des marchés à terme interdits.

2o Pour arriver à cette suppression, il convient de transformer cette lex imperfecta en lex perfecta et à la sanction de droit privé, ajouter une sanction pénale pour toute violation de la loi.

3o Par suite la conclusion des opérations interdites par la loi entraîneront des peines pécuniaires et au besoin des peines privatives de la liberté (1).

Les théoriciens ne se laissaient pas moins passionner que négociants et agriculteurs par cette question de la réforme du bœrsengesetz. Une foule d'articles, de brochures, tantôt calmes, trop souvent passionnés, s'efforçaient d'intéresser l'opinion publique à cette question bien complexe pour elle (2).

(1) *Volksw. Chronik* de la *Revue de Conrad* 1902. p. 55.

(2) cf. Wermert. art. cit. p. 844 s, Riesser *Die Notwendigkeit einer Revision des Bœrsengesetzes*, 1901. Loeb. *Die volkswirtschaftliche Entschaedigung Deutschlands durch das Bœrsengesetz*, 1902. Max Wolfrum. *Zur Reform des Bœrsenwesens*. Aussig, Becker 1904.

Ces luttes diverses orientèrent le gouvernement dans le sens d'une transaction plutôt que d'une réforme radicale. Le discours du trône du 3 décembre 1903 annonçait qu'on « préparait une modification du titre IV de la loi sur la bourse ». Le 19 février 1904, paraissait un projet de loi très fortement inspiré des décisions de la conférence des 18 et 19 septembre 1901. Les discussions allaient se concentrer sur ce projet, qui apportait trois modifications assez importantes à la loi du 22 juin 1896.

1° La portée de l'exception de registre était limitée. Toute personne se livrant par profession aux opérations de bourse et de banque, toute personne inscrite sur le registre de commerce cessait d'être admise à opposer l'exception de registre à ses contractants inscrits.

2° Les reconnaissances de dette par écrit et expresses sont valables. Les sûretés fournies même pour des opérations à terme nulles ne peuvent être répétées dès que les valeurs données en couverture sont complètement individualisées et s'il est écrit qu'elles sont destinées à la couverture d'opérations à terme de bourse.

3° On instituait en matière d'instance en nullité des opérations à terme de bourse une prescription spéciale de six mois.

Ce projet fut vivement attaqué: les uns le trouvaient trop étroit, les autres trop large. Les négociants et les banquiers persuadés qu'on hasarde de perdre en voulant trop gagner, après lui avoir fait grise mine, finirent par l'accepter comme un minimum (1). Les agrariens, les adversaires du jeu de bourse attaquèrent vivement le projet (2).

(1) Rapports des Chambres de Commerce, déj. cit. Décisions des *Handelstage* et du Centralverband des banquiers.

(2) cf. von Seeler. *Die Novelle zum Bœrsengesetz*. Berlin, Heymann 1901. *Zur Bœrsengesetznovelle von einem Bankbeamten*. *Revue de Schaeffle*, 1901. 63 p. 728, 741, Giese op. cit.

Les 21 et 30 avril 1904, le projet vint en discussion au Reichstag. Les partis mettent en général du temps à accepter des demi mesures. La discussion se termina par le renvoi du projet à une commission de 21 membres. Les travaux de la commission furent très lents, les séances souvent orageuses (1). Le rapporteur déposa son rapport sur le bureau du Reichstag seulement le 25 mai 1905 (2). L'accord semblait complet et on pouvait croire que le projet remanié par la commission pourrait être voté avant la fin de la session, lorsqu'intervint brusquement un ordre de clore la session en juin 1905. C'était un coup droit porté à la réforme de la loi sur la bourse. Car on distingue en Allemagne entre la cloture (Schluss) de session et la prorogation de session (Vertagung). Au cas de simple prorogation, à sa prochaine réunion, le Parlement reprend les travaux en cours au moment de sa séparation. En cas de clôture tous les projets de loi doivent être remis à l'étude, puis présentés au Reichstag comme s'ils ne l'avaient jamais été. En novembre 1905, lorsque le Reichstag se réunit à nouveau, le discours du trône parlait encore du projet de réforme de la loi sur la bourse : il serait présenté au Reichstag dans la même forme qu'en mai 1905. En décembre, un avis officieux faisait savoir que le projet était transmis au Bundesret. Sur ces entrefaites, M. Mœller, qui avait eu l'initiative de la réforme, quittait le ministère du commerce. Et de ce moment personne n'entendit plus parler de cette réforme pendant la session 1906. Mais on était allé trop loin dans la voie des con-

(1) cf. Thorwart. *Die erste Lesung der Bœrsengesetz-Novelle in der Reichtags-Kommission. Mon. f: Handelsrecht und Bankwesen* 1905, p. 6-10. Schmidt-Ernsthausen. *Der Entwurf der Bœrsengesetznovelle.* même Revue 1905, p. 125-131.

(2) *Bericht der XI Kommission zur Vorberatung* des *Entwurfs eines Gesetzes betreffend die Aenderung des Abschnitts IV des Bœrsengesetzes.* Berlin Heimann, 1905.

cessions pour qu'il fut possible de reculer. Forts de leurs premiers succès, les négociants réclamaient avec vigueur la réalisation de la réforme annoncée: les Doyens des négociants de Berlin réclamaient la révision de la loi sur la bourse par deux adresses successives au Chancelier des 26 février 1906, 17 novembre 1906 (1). Ils demandaient même la suppression du registre. Les Chambres de commerce de Berlin, Francfort, Hambourg, Cologne les imitaient. Le 23 octobre 1906, le Central Verband der deutschen Bank- und Bankiergewerbe, demandait au Reichstag de ne plus différer cette réforme; le 28 nov. la Chambre de com. de Berlin votait une résolution dans le même sens (2). Le 9 avril 1907, le commerce, dans ses assises périodiques (Handelstag) réclamait qu'on hâtât la réforme et demandait la suppression du registre et de l'interdiction. Le Bankiertag enfin ne se montrait pas moins résolu dans sa réunion des 5-7 septembre 1907 tenue à Hambourg.

Une circonstance inattendue du reste venait accroître les chances de succès de cette campagne menée avec une ténacité digne d'exemple. Les élections de janvier 1907, amenèrent la constitution d'une nouvelle majorité au sein du Reichstag: à la majorité conservatrice catholique succèda le bloc, pour employer l'expression des allemands, des conservateurs et des libéraux. Les conservateurs, c'est-à-dire les agrariens, étaient amenés à consentir aux libéraux, leurs adversaires de la veille et de toujours des concessions. Le gouvernement fort empêché de trouver un terrain d'entente au moins provisoire pour les deux fractions de cette majorité hétérogène songea comme pis aller à la réforme de la loi sur la bourse. Et dans un discours sensationnel prononcé le 15

(1) *Berliner Iahrbücher f. Handel und Industrie, 1906, t. 1, p. 699.*

(2) *Rapport de la Ch. de Com. de Cologne*, 1906-1907. II. p. 118 et 119. Berlin 1906, I, p. 80 et 81; II, p. 33.

mars 1907, le Chancelier M. de Bülow se déclarait hautement partisan d'une réforme de la loi sur la bourse. Le 22 novembre 1907, un nouveau projet était déposé sur le bureau du Reichstag (1).

Le nouveau projet de loi est en un certain sens plus rigoureux, dans l'autre moins que la loi de 1896 ou que le projet de 1904.

C'est ainsi qu'il supprime la défination du marché à terme de bourse contenue dans l'art. 48, pour laisser toute latitude à la jurisprudence de considérer comme marché à terme toutes les opérations qui lui paraîtront mériter cette qualification. C'est une confirmation de la jurisprudence du Reichsgericht (2).

Le registre de bourse est supprimé ou plus exactement remplacé par le registre de commerce. La capacité de conclure des marchés à terme valables au lieu de s'acquérir par l'inscription sur le registre de bourse résulte ipso facto de l'inscription sur le registre de commerce et de la qualité de négociant. Il est toutefois à ce principe des exceptions, qui les unes restreignent le cercle ainsi défini des personnes capables d'opérer à terme, les autres l'étendent.

Sont incapables d'opérer à terme, quoique inscrits sur le registre de commerce les artisans (Handwerker) et ceux dont l'activité économique ne dépasse par les bornes de la petite entreprise.

Sont au contraire capables d'opérer à terme, quoique non inscrits sur ce registre de commerce: 1° les personnes qui, au moment de la conclusion du contrat ou antérieurement

(1) *Drucksachen des Reichstags.* 12 Leg. Période I, Session 1907, 1908, n° 483.

(2) cf. Disc. du ministre du Commerce M. Delbrück. Séance du 1? déc. 1907. *Reichstagsverhandlungen*, p. 2193.

faisaient par profession des opérations à terme de bourse ou des opérations de banque ou celles qui ont fréquenté autrement que provisoirement une bourse de commerce ou de valeurs; 2° les personnes, qui au moment de la conclusion du contrat n'avaient ni domicile ni succursale en Allemagne.

Telle est la grande innovation du projet: suppression du registre de bourse, présomption légale de capacité résultant de l'inscription sur le registre de commerce. A notre avis, cette innovation est malheureuse. Ou bien, il fallait maintenir le registre de bourse, ou bien le supprimer radicalement et décider purement et simplement: tout individu appelé par sa profession à conclure des marchés à terme en est légalement capable. Le juge aurait à décider dans chaque hypothèse, s'il en est ainsi.

En même temps qu'il supprime le registre, le projet précise l'étendue de l'obligation naturelle, qui survit à l'incapacité qu'il édicte: toute prestation en exécution est valable; une dette à terme de bourse nulle peut servir de base à une compensation (art. 57 du projet. Les sûretés fournies sont valables, même si elles le sont par un incapable; mais il faut pour cela que ces sûretés consistent en monnaie, billets de banque ou valeurs côtées à la bourse ou sur un marché, en marchandises du même genre, que celles objet du contrat, et qu'il soit expressément stipulé qu'elles sont fournies comme couverture de pertes résultant d'opérations à terme. (Art. 55 du projet). Par contre la reconnaissance de dette reste nulle (art. 60).

Ici encore le projet nous parait criticable: admettre la validité des sûretés fournies par des incapables, c'est leur enlever toute protection et les déclarer en réalité capables d'opérer à terme. La tentation subsiste pour le gros public de conclure de grosses opérations avec de faibles couvertures et la Bourse n'hésitera plus à opérer avec ces prétendus incapables;

car elle sera protégée contre l'exception d'incapacité d'opérer à terme par la capacité de ces personnes de fournir des couvertures valables pour des opérations, qu'elles sont incapables de conclure. Il y a à décider ainsi une inelegantia juris, plus même un contradictin, une exception enfin injustifiable au principe accessorium sequitur principale.

Par contre, nous ne comprenons pas que l'obligation naturelle qui survit à la nullité ne puisse servir de base à une reconnaissance de dette.

Telles sont les conséquences de l'incapacité d'opérer à terme en bourse. La capacité a pour effet de priver les parties de l'exception de différence de l'art. 761, C. civ. Le projet tranche ainsi la controverse que nous avons déjà eu l'occasion d'examiner dans le sens, qui nous avait paru le plus logique.

Nous savons que le titre IV à côté de prescriptions relatives à la capacité contenait des prescriptions relatives à l'objet. Il en est de même du projet. Le marché à terme cesse d'être interdit sur les valeurs minières et industrielles. Mais pour être admis au terme, les titres doivent exister jusqu'à concurrence de 20 millions mk (capital nominal). Il continue à l'être sur les céréales et les produits de la meunerie. Mais l'opération à livrer du droit commercial telle qu'elle est pratiquée à la bourse de Berlin depuis sa réouverture en 1900 est désormais valable dans certaines conditions; il faut que ces opérations à livrer soient conclues par des agriculteurs, qui vendent leur récolte ou couvrent leurs besoins, ou par des négociants en céréales (art. 50 du projet). Ces opérations restent soumises à l'exception de différence de l'art. 764, C. civ., qui reprendrait ainsi un intérêt pratique.

Ici encore le projet nous paraît criticable. Pourquoi interdire le marché à terme de bourse pour l'autoriser ensuite sous

forme d'opérations à livrer. Car nous savons qu'au fond il n'y a pas de différence entre le marché à terme et l'opération à livrer visée par le projet. Il y a là une contradiction manifeste. Pourquoi, encore délimiter le cercle des personnes admises à conclure ces opérations à livrer et ne pas laisser au juge le soin d'apprécier, si par leur profession les contractants sont justifiés à conclure des opérations à livrer.

Lors de la première discussion au Reichstag, le projet dont nous venons d'esquisser les lignes principales a été vivement critiqué. Les nationaux libéraux, les Freisinnige le considèrent comme un minimum (1); le Centre y est plutôt favorable. Les conservateurs, les membres de la Wirtschaftliche Vereinigung y sont timidement hostiles, mais ils ont semblé réserver leur critique et leurs attaques pour la discussion plus minutieuse auquel sera soumis le projet au sein de la commission. Le débat s'est en effet terminé par un renvoi à une commission de 14 membres (2). Pendant ce temps les représentants de la bourse ne restent pas inactifs. Dans son assemblée générale du 20 décembre 1907, le Zentralverband der deutschen Bank-und Bankiergewerbe votait la résolution suivante: « L'assemblée exprime son attente d'un prompt retour devant le Reichstag du projet de réforme de la loi sur la bourse: cette réforme remise depuis de longgues années est pressante. Le projet devrait être modifié conformément aux vœux du commerce en ce qui concerne la validité des reconnaissances de dette et le vote d'une courte prescription de la nullité des dettes à terme » (3). Le projet deviendra-t-il une loi? La politique allemande nous parait bien indécise, l'avenir du bloc conservateur libéral bien incertain

(1) Reichstagsverhandlungen. Séances 12 et 13 décembre 1907.
(2) Séance du 13 décembre 1907. *Reichstagsverhandlungen*, p. 2245.
(3) *Berliner Tageblatt*, 22 décembre 1907, n° 116.

pour qu'il soit possible de répondre à cette question. Nous tenons cependant d'une source parlementaire très autorisée que la réforme aurait des chances sérieuses d'être votée avant le mois de juin 1908.

Toutefois, cette réforme n'a guère de réforme que le nom. Seuls les professionnels ou présumés tels, sont admis à opérer à terme, les marchés à terme restent interdits sur les céréales et les produits de la meunerie. Les opérations à livrer ne sont permises qu'avec d'étroites restrictions. Aussi les milieux commerciaux nous paraissent-ils songer à un autre moyen de tourner les prescriptions restrictives de la loi sur la bourse. Ils ne laissent au reste rien percer d'une semblable intention. Et peut-être interprétons-nous mal leurs actes. Risquons cependant notre hypothèse.

Depuis 1903, la Revue des Doyens des Négociants de Berlin, les Jahrbücher für Handel und Industrie, ne cesse de se plaindre du manque à Berlin de greniers pour les céréales, ce qui, soit dit en passant, laisse présumer que l'activité effective du commerce des céréales n'a nullement diminué depuis 1897, tout au contraire (1). Par suite de cette insuffisance des greniers berlinois les Doyens des Négociants réclament en 1905 la construction d'un grenier central, où les céréales seraient parfaitement à l'abri et recevraient les soins que nécessite leur conservation. Puis ils se demandent si l'on ne pourrait alors introduire le système français du warrant-récépissé. Parallèlement en 1905, ils mettent au concours avec un prix de 2.500 mk, la question suivante: le développement économique des warrants en Europe et en Amérique (2). Les mémoires étant admis jusqu'au 1er avril 1907, le

(1) *Berliner Jahrbücher für Handel und Industrie* 1903, t. II, p. 11 et 12 1904, t. I p. 201 et II, p. 16, 1905, t. I, p. 279.

(2) Même revue 1905, t. I, p. 589 s. et partic. p. 601 et 602.

résultat du concours n'est à notre connaissance pas encore proclamé. Le sujet nous paraît cependant significatif, d'autant que dans un Mémoire du 22 juin 1907, les mêmes doyens des Négociants étudient la question de l'organisation d'une bourse sur métaux à Berlin. Après avoir justifié cette création par quantité des métaux consommée et même produite (étain, zinc, cuivre) en Allemagne le Mémoire propose d'adopter le mode de spéculation pratiqué à Londres, la spéculation warrant. Les bourses allemandes ne vont-elles pas chercher dans la spéculation sous forme de warrant le succédané du marché à terme de bourse, que la jurisprudence les a empêchées de trouver dans les opérations à livrer du droit commercial. C'est ce que l'avenir nous apprendra. Et ce serait en tous cas une conséquence vraiment inattendue et curieuse de la loi sur la bourse. Mais, nous l'ajoutons, il s'agit là d'une hypothèse personnelle qu'aucun homme d'affaire ne nous a confirmée.

CONCLUSION

Les critiques que nous venons d'adresser au projet de réforme du 22 septembre 1907, laissent présumer qu'il n'a pas nos suffrages. Si nous tenons une réforme de la loi sur la bourse pour désirable, nécessaire même, (le texte est obscur, mal rédigé, touffu à l'excès), nous croyons cette réforme susceptible d'être réalisée d'une façon infiniment plus simple qu'elle ne l'est par le projet. La définition de l'art. 48 pourrait à notre avis être maintenue; elle est assurément très heureuse. Rien n'empêcherait ensuite de consacrer d'un mot la jurisprudence du Reichsgericht relative aux opérations à terme que nous avons qualifiées d'indirectes ou déguisées et qu'on pourrait opposer en allemand au moyen de la double expression commode d'« eigentliche » Bœrsentermingeschäfte et « uneigentliche » Bœrsentermingeschäf--te. Les opérations de spéculation sur warrants pourraient rentrer dans la catégorie des uneigentliche Bœrsentermingeschäfte.

Les premières opérations seraient seules régies par les usances de bourse. Les secondes resteraient libres. On ménagerait ainsi l'existence d'un marché à terme en dehors de la

bourse préparant et annonçant le marché à terme de bourse: marché en banque, marché libre, etc., soustrait aux règles de forme régissant les marchés à terme de bourse, mais soumis aux mêmes règles de fonds.

Soumis aux mêmes règles de fonds notamment en ce qui concerne la capacité. Toute opération à terme conclue par un incapable serait nulle. Toute opération à terme conclue par un individu capable serait valable: elle serait soustraite à l'application de l'art. 764 C. civ. A la nullité pour incapacité survivrait une obligation naturelle dont l'étendue serait déterminée par le droit commun des obligations: cette obligation imparfaite pourrait être novée, compensée, reconnue etc. Les sûretés fournies seraient nulles de la même nullité que l'obligation principale en vertu de la règle: « accessorium sequitur principale ». Il serait par suite inutile de le spécifier expressément. Inutile encore de préciser par un texte la capacité des étrangers: les principes généraux du droit international privé suffisent à celà. Et dans ces conditions la réforme résulterait du vote de trois ou quatre articles très courts et très simples que nous nous permettons de suggérer en annexe au législateur allemand.

Si, abandonnant le point de vue juridique, nous examinons le point de vue économique, l'idée maîtresse qui se dégage de notre étude est la suivante: l'amoindrissement du rôle de la bourse en face du procès de concentration du commerce et de l'industrie, dont nos sociétés modernes, sont le siège. Dans une société à production et à commerce morcelés, la bourse joue un rôle important et même indispensable; elle centralise les renseignements relatifs à l'offre et à la demande, elle fixe, d'après eux, les cours des produits. Fixant les cours à longue échéance, elle assume les risques de variations de ces cours. Dans la mesure où la production et le commerce

restent morcelés, comme c'est le cas, au moins en Europe, pour nombre de produits agricoles, elle conserve un rôle et une place, qui ne sauraient guère lui être contestés. Ce qui est vrai des produits, l'est aussi des capitaux.

Toutefois si la concentration est capable d'influer heureusement sur la stabilité économique, cette concentration a pour conséquence d'abandonner à une oligarchie financière et industrielle, la fixation des cours. Une production morcelée et une consommation passive sont susceptibles de devenir la proie d'un commerce concentré. Une consommation passive court le risque de devenir la proie d'une production concentrée. L'équilibre est détruit dans le contrat et la liberté des conventions devient un mot. L'Etat a dans ces conditions le droit et devoir d'intervenir pour mettre un terme à des abus constatés et rétablir l'équilibre détruit. Mais c'est moins sur la bourse que l'Etat doit porter son attention que sur les organismes de concentration: grandes banques, trusts ou cartels. Toutefois il y aurait exagération manifeste à vouloir réduire à néant le rôle de la bourse: la nature n'évolue pas par bonds. Et nous sommes précisément en matières de bourse dans une période de transition. Les abus souvent constatés au cours du XIXe et du XXe siècle, et dont les Etats-Unis nous offrent un exemple tout contemporain, sont une preuve que l'Etat n'a pas seulement à intervenir contre les organismes de concentration, mais aussi contre la bourse. A ce point de vue, l'expérience de l'Allemagne nous est précieuse. Et c'est pourquoi nous avons cru devoir la décrire au public français.

Elle prouve que la spéculation est indispensable à un pays. La bourse des marchandises a été fermée à Berlin. Le même gouvernement qui la fit clore dut négocier sa réouverture. La bourse joue un rôle régulateur indispensable encore pour une foule de produits; un pays a besoin d'une cote de cours

en bourse. Il est utile que les risques inhérents aux variations des cours soient assumés par une spéculation compétente. Dans des sociétés, où l'échange est devenu brusquement de local, national, puis international, les bourses constituent le premier effort d'organisation d'une statistique internationale. A tous ces titres elles constituent des organes indispensables de l'activité économique.

Mais cela ne signifie pas, que pour jouer ce rôle, la spéculation en bourse exige d'être complètement débridée: seul le négociant, le financier, sont capables d'user des facilités de spéculer qu'offre la bourse pour la transformer en cet organe que nous avons pu qualifier d'indispensable. De là cette conséquence. L'intervention de l'Etat doit consister à limiter et non à supprimer la spéculation, ou du moins, il doit la supprimer là seulement où elle a perdu toute raison d'être; ce serait le cas d'un produit ayant fait l'objet d'un trust ou d'un cartel; mais dans ce cas la spéculation est éliminée par le trust et le cartel lui-même; témoin le pétrole aux Etats-Unis, le sucre, l'alcool en Allemagne.

Notre appréciation de l'intervention allemande contre la spéculation dans le titre IV de la loi du 22 juin 1896 peut dès lors se résumer d'un mot: nous blâmons l'interdiction du marché à terme sur les céréales et les produits de la meunerie. La production et la consommation du blé contredisent dans leurs formes actuelles à une telle interdiction. Que le grenier coopératif réussisse à se généraliser, nous en serons alors partisan; mais alors seulement. Et les agrariens ont vraiment mis, qu'on nous permette l'expression, la charrue avant les bœufs, en interdisant le terme sur les céréales et en s'efforçant comme conséquence de cette interdiction du terme de créer des greniers coopératifs. La création de ces greniers aurait dû logiquement précéder l'interdiction du terme.

Blâmerons-nous également l'interdiction du marché à terme sur parts d'entreprises minières et métallurgiques, sur les actions de sociétés par actions dont le capital est inférieur à 20 millions mk. La question est infiniment plus douteuse; car l'industrie est en majeure partie cartellisée en Allemagne. La production allemande tire de cette situation un avantage digne d'être ici pris en considération: la production, les prix et par suite les bénéfices industriels sont plus stables. Les grandes banques d'autre part, sont assez puissantes pour soutenir l'industrie en temps de crise, elles jouent un rôle prépondérant dans la fixation des cours. Sans donner une solution de principe à notre question, nous dirions volontiers que l'interdiction du terme mérite d'être approuvée sur les valeurs industrielles dont la stabilité est assurée par l'ex-l'existence de cartels de la production et de la vente et par leur solidarité avec la grande banque, mais point sur les autres. La spéculation joue pour ces dernières, un rôle encore important pour être moins important depuis la concentration du commerce de banque.

Mais si la spéculation a de sérieuses raisons d'être et doit être maintenue, elle doit par contre être limitée: il importe de protéger le public contre les tentations du jeu de bourse, l'institution du registre de bourse ayant abouti à un échec pourrait être supprimée. Mais seuls les professionnels devraient être déclarés capables d'opérer valablement à terme. Le législateur abandonnerait à la jurisprudence le soin de préciser le mot professionnel dans chacune des espèces, qui lui serait soumise. La sévérité traditionnelle de Reichsgericht à l'égard du jeu de bourse nous est une garantie de la portée pratique d'une semblable disposition. Selon le mot d'un sociologue contemporain, il y a en effet à limiter la spéculation

de bourse: « une question d'hygiène morale et d'hygiène sociale ». Nous nous permettrons d'ajouter: il y a là une question d'hygiène économique.

ANNEXE

PROJET DE RÉFORME DU TITRE IV DE LA LOI ALLEMANDE DU 22 JUIN 1896 (1)

TEXTE ALLEMAND

Die § 48-69 des Bœrsengesetzes werden durch die folgende Paragraphen ersetzt.

ART. 48. — Als eigentliche Bœrsentermingeschaefte in Waren oder Wertpapieren gelten Kauf-oder sonstige Anschaffungsgeschaefte auf eine festbestimmte Lieferungszeit oder mit einer festbestimmten Lieferungsfrist, wenn sie nach Geschaeftsbedingungen geschlossen werden, die von dem Bœrsenvorstande für den Terminhandel festgesetzt sind und wenn für die an der betreffenden Bœrse geschlossene Geschaefte solcher Art eine amtliche Festellung von Terminpreisen stattfindet.

Als uneigentliche Bœrsentermingeschaefte in Waren oder Wertpapieren gelten alle Geschaefte, die mit dem eigentlichen Bœrsentermingeschaefte *inhaltlich* übereinstimmen.

Für uneigentliche Bœrsentermingeschaefte werden ausschliesslich die Grundregln des Bœrsengesetzes in Anwendung gebracht.

ART. 49. — Bœrsentermingeschaeftsfaehig ist nur derjenige, der berufsmaessig Bœrsentermingeschaefte betreibt oder betrieben hat

TEXTE FRANÇAIS

Les articles 48-69 du Bœrsengesetz sont remplacés par les articles suivants :

Par opérations à terme de bourse proprement dites sur marchandises ou sur valeurs on entend les achats ou opérations similaires conclues avec un terme ou avec un certain délai de livraison, d'après les usances déterminées par le Comité Directeur de la Bourse pour le trafic à terme et d'après la cote officielle à terme.

Par opérations à terme indirectes ou déguisées sur marchandises ou sur valeurs on entend les opérations qui coïncident quant au fonds avec les opérations à terme de bourse proprement dites.

Les règles de fonds sont seules applicables aux opérations à terme de bourse indirectes.

Est capable de conclure des opérations à terme de bourse toute personne qui fait ou a fait profession de conclure ces sortes d'opérations.

(1) Nos conclusions peuvent être considérées comme un exposé de motifs de ce projet de réforme, que nous nous permettons de suggérer au législateur allemand.

Durch ein mit einem Unfaehigen abgeschlossenes Bœrsentermingeschaeft wird ein Schuldverhaeltniss nicht begründet: sondern nur ein unvollkommenes.

Ein Einwand aus § 762 und § 764. B.G.B. kann vom Bœrsentermingeschaeftsfaehigen nicht erhoben werden.

Art. 50. — Nur ein Gesetz kann den Bœrsenterminhandel untersagen § (134. B.G.B.)

Art. 51. — Jedes Wertpapier, jede Ware kann zum eigentlichen Bœrsenterminhandel zugelassen werden.

Die Zulassung von Waren oder Wertpapieren zum eigentlichen Bœrsenterminhandel erfolgt, laut naeherer Bestimmung der Bœrsenordnung, durch den Bœrsenvorstand.

Il ne naît pas d'obligation d'une opération à terme de bourse conclue avec un incapable. Mais il naît une obligation naturelle (imparfaite).

Un individu capable d'opérer à terme à la Bourse ne peut élever les exceptions des art. 762 et 764 C. civ.

Seule une loi peut interdire le marché à terme de bourse sur valeurs ou sur marchandises. (Art. 134 C. civ.)

Toute valeur, toute marchandise peut-être admise au marché à terme proprement dit.

L'admission de marchandises ou de valeurs au marché à terme proprement dit résulte conformément aux dispositions du Règlement de la bourse de la décision du Comité Directeur.

BIBLIOGRAPHIE

DROIT (1)

a) Etudes théoriques

Adler. — Zum Rechte des Termingeschæfts. Archiv. für bürgerliches Recht. 1900.

Apt. — Das Bœrsengesetz und seine Reform. Archiv für bürgerliches Recht 1901.

Cosack. — Lehrbuch des deutschen bürgerlichen Rechts. Iena. Fischer. 1900 2 vol. t. I.

Cosack. — Traité de droit commercial, trad. fr. Giard et Brière. 1905. 2 vol.

Beheim. — Zum Begriff des Bœrsentermingeschæfts. Monatschrift für Handelsrecht und Bankwesen. 1899. (de Holdheim)

Crome. — System des bürgerlichen Rechts. Tübingen et Leipsig. Mohr. 1902. 3 vol. t. II

Endemann. — Das Bœrsengesetz. Revue de Conrad. 1896.

Fleck. — Die Bœrse und das Reichsgericht. Mon. f. Handelsrecht und Bankwesen. 1899.

(1) Le texte traduit de la loi allemande du 22 juin 1896 se trouve dans la Publication du Ministère du Commerce sur les Valeurs Mobilières.

Fleck. Der Stand der Streitfrage über den Bœrsenterminhandel. Mon. f. Handelsrecht und Bankwesen. 1900.

Heinemann. — Ist die Legaldefinition des Bœrsentermingeschæfts eine Wesenvoraussetzung der Registereintragung. Mon. f. Handelsrecht und Bankwesen. 1899.

Heinemann. — Die erlaubten und die verbotenen Termingeschæfte. Berlin. Hande et Spener. 1899.

Heinemann. — Der Bœrsenterminhandel und das Reichsgericht. Berlin. Heine. 1900.

Heinemann. — Zum Begriffbestimmung des Bœrsentermingeschæfts. Mon. f. Handelsrecht. 1900.

Heinemann. — Das Fundamentalprincip des Bœrsenregisters und die Aufgabe der Gesetzgebung. Mon. f. Handelsrecht... 1900.

Heinemann. — Das Verbot des Terminhandels und das Reichsgericht. Mon. f. Handelsrecht... 1902.

Heinemann. — Der Bœrsenpreis und das Reichsgericht. Mon. f. Handelsrecht... 1902.

Landsberg. — Das Recht des bürgerlichen Gesetzbuches. Berlin, Guttentag, 1904, t. I.

Mancke. — Die Bœrsen-Juristen gegen das Reichsgericht. Berlin, 1900.

Neukamp. — Zum zehnjæhrigen Jubilæum des Bœrsengesetzes. Bank-Archiv. 1906-1907.

Nussbaum. — Die Novelle zum Bœrsengesetz. Berlin, 1904.

Riesser. — Die handelsrechtliche Lieferungsgeschæfte. Berlin, Liebmann, 1900.

Rosenstern. — Das Bœrsengesetz und seine Umgehung. Ein Beitrag zur Lehre von Bœrsentermingeschæften. Gœttingen. Dietrich, 1901,

Staub. — Der Begriff der Bœrsentermingeschaefte in § 66 des Bœrsengesetzes. Berlin, Liebmann, 1899.

Staub. — Kommentar zum Handelsgesetzbuch, 2 vol. 7e et 8e édit., Berlin, Heine t. II.

Trumpler. — Die Differenzgeschæfte nach dem bürgerlichen Gesetzbuch und nach dem Bœrsengesetz. Zeitschrift f. das gesamte Handelsrecht, 1901.

Weber. — Bœrsengesetz, art. du Dict. de Conrad, supplément, t. II.

Wermert. — Bœrse, Bœrsengesetz und Bœrsengeschæfte. Leipsig, 1904.

Wolfrum. — Zur Reform des Bœrsenwesens. Aussig. Becker, 1904.

Zadig. — Der Terminhandel und seine Behandlung durch Rechtsprechung und Gesetzgebung, Breslau, Kœbmer, 1901.

b) Documents

a) Drucksachen der Bœrsen-Enquête-Kommission.

Stenographische Berichte der Bœrsen-Enquête-Kommission, 1 vol.
Bericht der Bœrsen-Enquête-Kommission an den Reichskanzler.

b) Drucksachen des Reichstags.

1.) Entwurf eines Bœrsengesetzes. 9. Legislaturperiode IV Session n° 14.
2). Bericht der IX Kommission zur Vorbereitung des Entwurfs eines Bœrsengesetzes. 9. Leg. IV. Session n° 246 (de M. Gamp.)
3) Entwurf eines Gesetzes betreffend die Aenderung des Abschnittes IV des Bœrsengesetzes. 11 Leg. I session. n° 241, et Berlin Heinemann, 1901.
4) Bericht der XI Kommission zur Vorbereitung eines Gesetzes betreffend die Aenderung... 11 Leg., I. Session.
5) Entwurf eines Gesetzes betreffend die Aenderung des Bœrsengesetzes. 12 Leg. I Session, n° 483.

c) Stenographische Berichte über die Verhandlungen des deutschen Reichstags.

1) 9. Leg. IV. Session. 9-11 janvier 1896 ; 28-30 avril, 1er mai, 4 et 6 juin 1896.
2) 11 Leg. I Session, 26-30 avril 1901.
3) 12 Leg. I. Session, 12 et 13 décembre 1907.

d) Verhandlugen des Bœrsenausschusses im Reichsamte des Innern am 11 und 12 juin 1901. Ministerialblatt der Handels-und Gewerbeverwaltung, n° 17, 2 octobre 1902.

(c Revues et Périodiques

Archiv. für bürgerliches Recht.
Bank-Archiv.
Monatsschrift fuer Handelsrecht und Bankwesen (de Holdheim).
Entscheidungen des Reichsgerichts in Civilsachen. 1899-1907.
Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht.

ECONOMIE POLITIQUE (1)

a) Etudes théoriques

Bachmann. — Die Effektenspekulation unter besonderer Berücksichtigung der Bœrsenenquête, Bern. Staempfli, 1898.

Ebering. — Die Magdeburger Zuckerbœrse seit 1896. Berlin, Ebering. 1902.

Goldenbaum. — Auflœsung und Wiederherstellung der Berliner Produktenbœrse. Rev. de Schmoller, 1900 et 1901.

Van Guelpen. — Terminhandel und Bœrse. Berlin, Walther, 1895.

Lœb. — Die Wirkungen des Bœrsengesetzes auf das Bank-und Bœrsengeschaeft. Rev. de Conrad, 1897.

Lœb. — Die volkswirtschaftliche Schædigung Deutschlands durch das Bœrsengesetz. Berlin, 1902.

Levy. — Les marchés financiers et l'Allemagne. Revue des Deux-Mondes, 1897.

Mancke. — Der Verein Berliner Getreide-und Produktenhaendler und seine Glaubwürdigkeit, Berlin, 1899.

Pfleger et Geschwindt. — Bœrsenreform in Deutschland. Eine Darstellung der Ergebnisse der deutschen Bœrsenenquête. Stuttgart, Cotta, 1896, 3 vol. des Muench. Studien.

Ruesch. — Der Berliner Getreidehandel unter dem deutschen Bœrsengesetz. Rev. de Conrad, 1907.

Sayous. — Les Bourses allemandes de valeurs et de commerce. Paris 1898.

Steller. — Handbuch der Kapitalisten.

Warschauer. — Die Reform des Bœrsengesetzes in Deutschland. Rev. de Conrad, 1905.

Wermert. — Ueber die Wirkungen des Bœrsengesetzes und die Notwendigkeit seiner Abaenderung. Rev. de Conrad, 1901.

Weber. — Die Ergebnisse der deutschen Bœrsen-Enquête. Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht 1896.

Wiedenfeld. — Die Bœrse in ihrer wirtschaftlichen Funktionen und ihrer rechtlichen Gestaltung vor und unter dem Bœrsengestez. Berlin, 1898.

Wygodzinski. — Kornspeicher. Dict. de Conrad, 1900, 2e édit.

(1) Nous nous bornons à citer ici les ouvrages et périodiques qui traitent directement de la loi allemande sur la Bourse. Pour les généralités touchant le rôle économique du marché à terme de bourse nous nous bornons à renvoyer à la bibliographie qui termine notre introduction.

b) Dictionnaire

Handwœterbuch der Staatswissenschaften 1re et 2e édit. Iéna, Fischer cité au texte sous le nom de : Dictionnaire de Conrad.

c) Documents

a) Documents déjà cités (Droit) de la commission d'enquête.

b) Denkschrift betreffend die Wirkung des Bœrsengesetzes vom 22 juin 1896, und der durch das Reichsstempelgesetz vom 14 juin 1900, eingeführten Bœrsensteuererhœhung. (publiée par les soins du Central-Verband der Bank-und Bankiergewerbe.)

Denkschrift betreffend die Errichtung einer Metalbœrse in Berlin (publié par les soins des doyens des négociants de Berlin.

c) Bœrsenpapiere de Saling, 1873-1907.

d) Marché Financier de Raffalovich, 1897-1907.

e) Rapport des Chambres de commerce de Berlin, Francfort, Hambourg, Brême, Leipsig, Cologne, Magdebourg...

d) Revues et Périodiques

a) Allemands.

Jahrbuch für Nationalœkonomie und Statistik, cité sous le nom de : Revue de Conrad.

Jahrbücher für Gesetzgebung, Verwaltung, Volkswirtschaft im deutschen Reich, cités sous le nom de : Revue de Schmoller.

Zeitschrift für das gesamte Staatswissenschaft, cité sous le nom de : Revue de Schæffle.

b) Anglais.

Economic Journal.

c) Français.

Journal des Economistes.

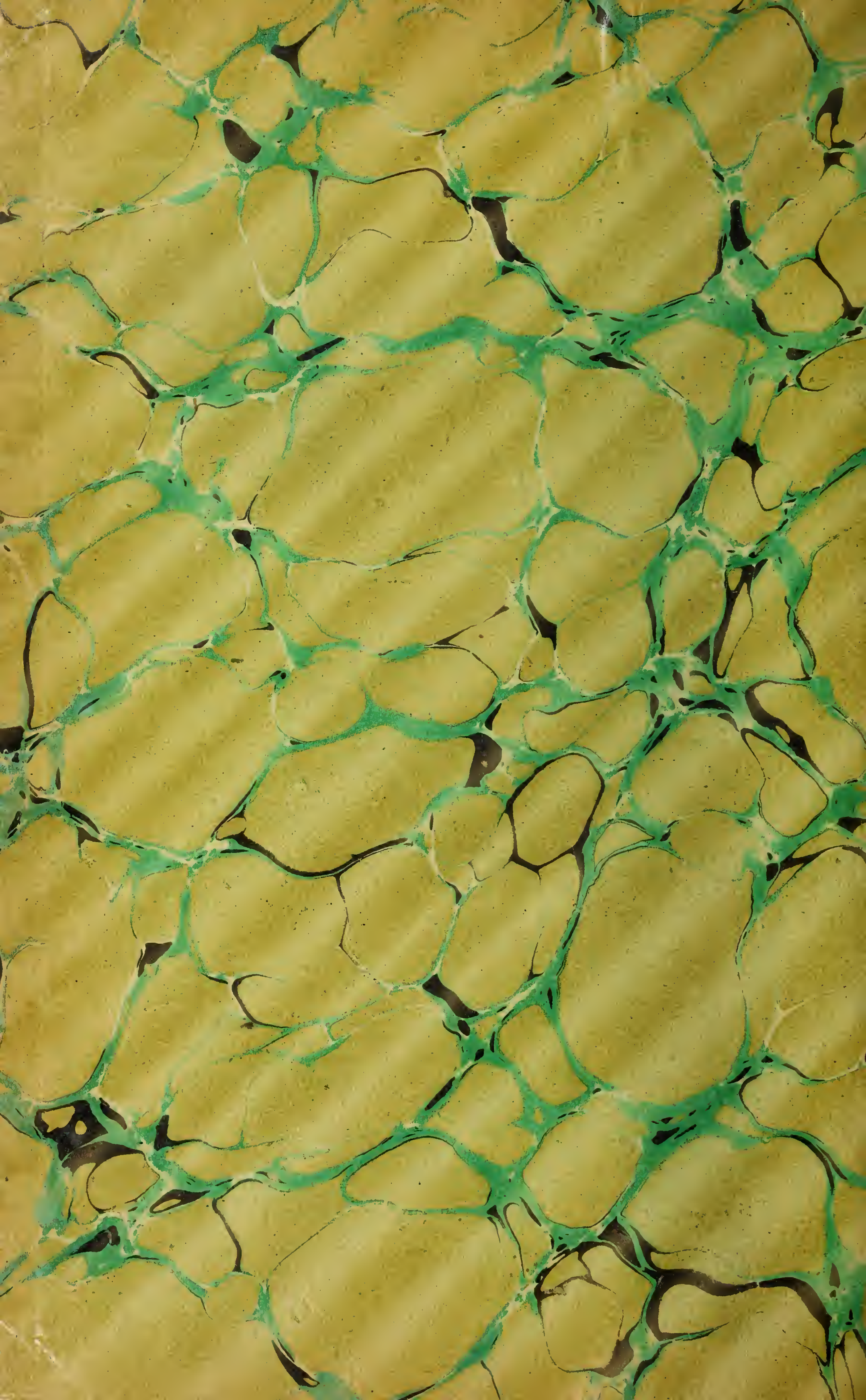
Revue d'économie politique.

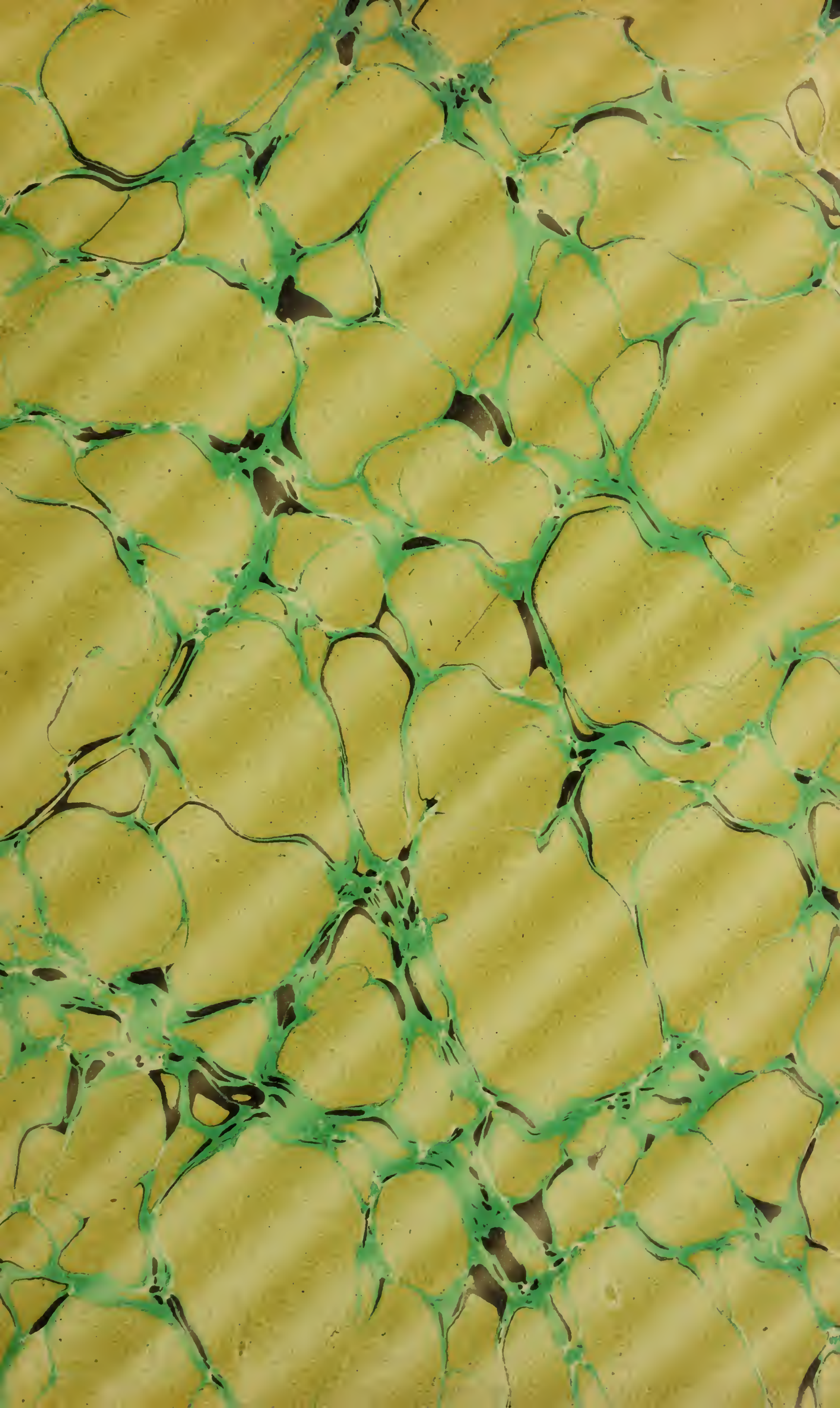
Revue Politique et Parlementaire.

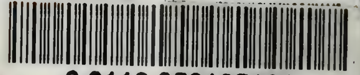
Revue des Deux-Mondes.

TABLE DES MATIÈRES

II. — Partie économique






UNIVERSITY OF ILLINOIS-URBANA
3 0112 059105103